# المعلومات المحاسبية وقيمة المؤسسة

الدكتورة
اسماء كسري



REMAH



مركز البحث وتطوير الموارد البشرية (رماح)
www.remah@remahtraining.com
المملكة الأردنية الهاشمية – عمان – شارع الجاردنز

REMAH

# المعلومات المحاسبية

# و قيمة المؤسسة

## الطبعة الأولى2016

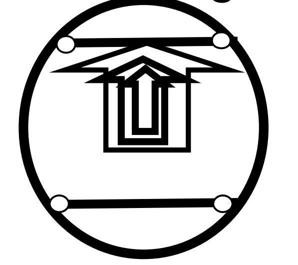

المملكة الأردنية الهاشمية
رقم الإيداع لدي دائرة المكتبة الوطنية
. ( 2016/ /4 /1775 )

620
كسري، اسماء
المعلومات المحاسبية وقيمة المؤسسة /اسماء كسري . – عمان : مركز رماح لتطوير الموارد البشرية والأبحاث ، 2016.
( ) ص
ر. أ :2016 /4 /1775 .
الواصفات: / المحاسبة / /المؤسسات/





**مركز البحث وتطوير الموارد البشرية (رماح)**
خلوي : 00962 -799424774
00962- 79516512
فاكس: 00962 – 65153561


E-mail : remah @ remahtraining ,com
Khalidk _ 51 @ hotmail. com
Web . www.remah@remahtraining.com .

*مركز البحث وتطوير الموارد البشرية (رماح)*
www.remah@remahtraining.com
المملكة الأردنية الهاشمية – عمان – شارع الجاردنز

# المعلومات المحاسبية
# و قيمة المؤسسة

الدكتورة

اسماء كسري

الطبعة الأولى

2016 م

## الملخص

## أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

## دراسة مقارنة لأسهم الأوراسي وصيدال (2000ـ2012)

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير عدد من المتغيرات المحاسبية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، تمثلت هذه المتغيرات في نسب السيولة، الربحية، المديونية، ونسب السوق. وقد شملت عينة الدراسة كل من المجمع الصناعي صيدال وفندق الأوراسي للفترة الزمنية الممتدة من 2002 إلى غاية 2012، ومن جهة أخرى تم تقييم أسهم الشركتين باستخدام نموذج خصم توزيعات الأرباح. عند استخدام تحليل الانحدار المتعدد تبين أن هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في نسب الربحية (معدل دوران اجمالي الأصول)، نسب المديونية (نسبة حقوق الملكية إلى اجمالي الأصول)، نسب السيولة (السيولة السريعة) والقيمة السوقية لمجمع صيدال، أما بالنسبة لفندق الأوراسي أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السوق (معدل العائد على السهم، مضاعف الربحية) والقيمة السوقية لسهمه. ومن جهة أخرى تم التوصل إلى أن كل من سهم فندق الأوراسي ومجمع صيدال مقيم بأقل من قيمته، أي أن القيمة الحقيقية أكبر من قيمته السوقية، وبالتالي فهي تمثل فرص للشراء.

وأكدت الدراسة على ضرورة تفعيل وإنشاء مؤسسات مالية متخصصة تتولى وظيفة تحليل القوائم المالية لمساعدة المستثمرين في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.



**الكلمات الدالة:** المعلومات المحاسبية، القيمة السوقية للأسهم، نماذج تقييم الأسهم، سوق الأوراق المالية، نموذج الانحدار المتعدد، اختبار كفاءة السوق.

# Résumé

**L'impact de l'information comptable sur la valeur boursière des actions des sociétés**
**Étude comparative des actions de l'Aurassi et Saidal (2000-2012)**
**Préparé par :** Kesri Asma
Cette étude visait à identifier l'impact d'un certain nombre de variables comptables sur les prix des actions des sociétés cotées en bourse Algérienne, ces variables sont les ratios de liquidité, rentabilité, endettement, et les ratios de marché. L'échantillon de l'étude comprenait le groupe industriel Saidal et l'hôtel Aurassi pour la période 2002 -2012.Aussi, on a évalué les actions des deux sociétés en utilisant le modèle d'actualisation des dividendes.
L'analyse de régression multiple montre l'existence d'une relation significative entre les variables indépendantes représentées par les ratios de rentabilité (taux de rotation des actifs), les ratios d'endettement (Les droits de propriété sur les actifs), les ratios de liquidité (liquidité rapide) et la valeur boursière du groupe Saidal, mais pour l'hôtel Aurassi les résultats font apparaitre l'existence d'une relation significative entre les ratios de marché (le taux de rendement de l'action, multiplicateur de profit) et la valeur boursière de ses actions. D'autre part, on a conclu que les actions sont sous évaluées, ce qui signifie que la valeur réelle est supérieure à la valeur boursière dans le cas des deux actions, et donc elles représentent des occasions d'achat.
L'étude a confirmé la nécessité de créer des sociétés spécialisées dans le domaine d'analyse des états financiers pour aider les investisseurs à prendre leurs décisions d'investissement.
**Mots clés:** informations comptables, la valeur boursière des actions, les modèles d'évaluation des actions, le marché financier, modèle de regression multiple, le test de l'efficience du marché.

# Abstract

**The impact of accounting information on the market value of the shares of companies**
**Comparative study of shares of Aurassi and Saidal (2000-2012)**
**Prepared by:** Kesri Asma
This study aimed to identify the impact of a number of accounting variables on shares of companies listed on the Algeria Securities Exchange. Those variables are the liquidity ratios, profitability, debt, and market ratios. The study sample included Saidal complex and Aurassi hotel for the time period between the years 2002 - 2012, and the shares of the two companies has been evaluated using the dividend discount model.
The results showed a significant relationship between the independent variables of profitability ratios (total assets turnover), debt ratios (equity to total assets ratio), liquidity ratios (current ratio) and the stock prices of the complex Saidal was found by using multiple regression analysis, but for Aurassi hotel The results showed a significant relationship between the market ratios (the rate of return on the stock, prise earning ratio) and the market value of its stock. On the other hand, it was concluded that the shares are undervalued, which means that the actual value is higher than the market value in the case of two actions, and therefore represent buying opportunities.
The study emphasized the need for specialized companies in the field of financial statement analysis to help investors to make their investment decisions.
**Key words:** accounting informations, the market value of the shares, the valuation models of shres, the financial market, multiple regression model, the test of market efficiency.

# الإهـــــــــداء

إلى من لا يمكن للكلمات أن توفي حقهما إلى من لا يمكن للأرقام أن تحصي فضائلهما **إلى والديّ الغاليين حفظهما الله لي** إلى أخواي العزيزين: محمد زين الدين ومصعب إلى كل من ساعدني في اتمام هذا العمل وأخص بالذكر الدكتور صالحي محمد يزيد.

# قائمة الأشكال

# قائمة الجداول

# الفهرس

# المقدمه

## 1. تمهيد:

يعتبر موضوع الأسواق المالية من المواضيع التي استحوذت على اهتمامات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، لاسيما في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة وأمام تعاظم حركة رؤوس الأموال، لما تلعبه من دور حيوي بالغ الأهمية في دعم معدلات النمو الاقتصادي، وتوفير قاعدة البيانات الضرورية المتعلقة بفرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين.

وبالرغم من تباين أهداف المستثمرين من وراء استثمارهم في الأوراق المالية، إلا أن الهدف العـام والأكثر شيوعـا والمرتبط بطبيعة الاستثمار أيا كان نوعه هو المتعلق بتعظيم المكاسب، أي زيادة قيمة ومردودية هذه الأوراق، لذلك فإن هؤلاء يحتاجون إلى استخدام أساليب تمكنهم من اتخاذ قرارات رشيدة لتقييم الأوراق المالية.

لذا فإن الإلمام بالمعرفة والمعلومات المحاسبية أمر مهم جدا للجهات المعنية بالاستثمار عبر الأسواق المالية، ولكي تستطيع هذه الأخيرة القيام بدورها على أكمل وجه وجب توفر نظام فعال للمعلومات، تتدفق من خلاله في الوقت المناسب وبالتكلفة المناسبة، وبهذا يتمكن المستثمر من الاختيار بين مجموعة من البدائل المتاحة بالأسعار المناسبة.

ومن الأمور المستقرة في الأسواق المالية أن المعلومات المحاسبية ذات قيمة بالنسبة للمستثمرين في سوق الأسهم، فهي تعبر عن محتوى الرسالة الإعلامية المحاسبية، والمتمثلة في مجموعة التقارير والكشوف المالية، حيث تؤدي دورًا مهمًا في تنشيط السوق وتحقيق كفاءته، من خلال توفير المعلومات المتعلقة بحقيقة ما تعرضه القوائم المالية للشركات من مراكز مالية وأرباح محققة، لذلك ازداد اهتمام المحاسبين

في السنوات الأخيرة بتوفير المعلومات المحاسبية التي يستفيد منها مستخدموها من الفئات المتعددة.

حيث أن الجزائر ليست بمنأى عن هذه التغيرات الدولية، اذ كان لزاما عليها الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة الدولية من قبل المحاسبين عند إعداد وفحص القوائم المالية، لذلك قامت بإعادة النظر في المخطط المحاسبي من خلال طرحها لمشروع النظام المالي المحاسبي، والذي يمثل خطوة هامة في عملية تطبيق حوكمة الشركات، وذلك في سياق الاصلاحات الرامية الى مواكبة متطلبات اقتصاد السوق، باستجابة المحاسبة لاحتياجات أطراف عديدة للمعلومات، وكذا تقديم المعلومات المحاسبية بكل شفافية ووضوح لكل مستخدميها. اذ تعمل هذه المعلومات في الأسواق المالية على مساعدة المستثمرين والمحللين الماليين في تقييم أداء الشركة، وبالتالي في تحديد المبلغ الذي يجب دفعه مقابل الأوراق المالية.

## 1- إشكالية الدراسة:

إن نجاح الأسواق المالية يتوقف بدرجة كبيرة على مدى دقة المعلومات المحاسبية المفصح عنها من قبل الشركات المدرجة، إذ تعتبر المحاسبة من أهم المجالات التي تقوم بدور فعال في ترشيد القرارات. الاستثمارية للعلاقة الموجودة بين القيمة السوقية للسهم والمعلومات التي تتضمنها القوائم المالية، وحتى يتحقق ذلك لابد أن تتمتع المعلومات التي تقدمها المحاسبة بقدر من الافصاح والشفافية حتى تساهم في زيادة وتدعيم كفاءة السوق المالي، لذا نجد ان هناك العديد من الجهات المهتمة بتوفير قدر لازم من المعلومات المحاسبية لخدمة أسواق المال في دول العالم، وخاصة تلك المعلومات ذات التأثير على قرارات الاستثمار بهدف تدعيم ثقة المستثمرين في الشركات المدرجة في الأسواق المالية. مما يجعلنا نطرح الإشكال التالي:

**ما مدى تأثير المعلومات المحاسبية المفصح عنها في القوائم المالية للشركات المدرجة في بورصة الجزائر على القيمة السوقية لأسعار أسهمها؟**

ويتفرع عن هذا التساؤل الرئيسي بعض الأسئلة الفرعية، والمتمثلة في:

- ما هو الإطار النظري للأسواق المالية، وبالتحديد بورصة الجزائر؟
- ما هو الإطار النظري للمعلومات المحاسبية؟
- أين يكمن دور المعلومات المحاسبية في تفسير القيمسة السوقية للأسهم؟
- ما مدى تواجد مؤشرات ذات دلالة احصائية لتأثير المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية؟
- هل الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر مسعرة بقيمتها الحقيقية؟

## 2ـ أهداف الدراسة :

- فحص القدرة التفسيرية لبعض النسب المستخرجة من القوائم المالية.
- بيان أهم المتغيرات المحاسبية التي يمكن الاعتماد عليها في تقييم أداء الشركات، وبالتالي العمل على الاهتمام بها مستقبلا في عملية التنبؤ بالقيمة السوقية للسهم.
- تقييم أهمية المعلومات المحاسبية في ترشيد القرارات الاستثمارية في ضوء احتياجات المستثمر الجزائري.
- محاولة التعرف على القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، وبالتالي معرفة أسباب الخلل في الأسعار إن وجد.

## 3ـ أهمية الدراسة :

تعتبر من الدراسات القليلة في هذا المجال لإيجاد العلاقة السببية بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، وبما أن ادارة

الشركة تهدف الى تعظيم قيمتها السوقية، فإنه ينبغي أن يحظى قرار الاستثمار بالدراسة والتحليل لما لها من مساهمة في توعية المستثمرين بأهمية تحليل الكشوف المالية واستخراج أهم المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها عند اتخاذ القرار الاستثماري في بيئة تفتقد للثقافة الاستثمارية.، وكذا جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين.

كما تظهر أيضا أهمية هذه الدراسة في تزامنها مع تبني الجزائري للنظام المحاسبي المالي في خطوة منها لتحسين المعلومات المحاسبية وتعزيز الشفافية والإفصاح ومواكبة التغيرات الدولية، في محاولة لمعرفة اذا ساهم هذا النظام في الوصول إلى جودة المحتوى الإعلامي لهذه المعلومات.

## 4. فرضيات الدراسة:

### الفرضية الرئيسية الأولى:

$H_0$: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المعلومات المحاسبية (نسب الربحية، المديونية، السيولة، والنسب السوقية) والقيمة السوقية للسهم.

$H_1$: توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المعلومات المحاسبية (نسب الربحية، المديونية، السيولة، والنسب السوقية) والقيمة السوقية للسهم.

- **الفرضية الفرعية الأولى:**

$H_0$: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب الربحية والقيمة السوقية للسهم.

$H_1$: توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب الربحية والقيمة السوقية للسهم.

- **الفرضية الفرعية الثانية:**

$H_0$: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب المديونية والقيمة السوقية للسهم.

$H_1$: توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب المديونية والقيمة السوقية للسهم.

- **الفرضية الفرعية الثالثة:**

$H_0$: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السيولة والقيمة السوقية للسهم.

$H_1$: توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السيولة والقيمة السوقية للسهم.

- **الفرضية الفرعية الرابعة:**

$H_0$: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السوق والقيمة السوقية للسهم.

$H_1$: توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السوق والقيمة السوقية للسهم.

**الفرضية الرئيسية الثانية:**

$H_0$: أن الأسعار السوقية لا تعكس القيمة الحقيقة للأسهم.

$H_1$: أن الأسعار السوقية تعكس القيمة الحقيقة للأسهم.

## 5. منهج الدراسة:

بالرجوع إلى طبيعة الدراسة والأهداف التي تسعى إلى تحقيقها سنقوم باستخدام المنهج الوصفي التحليلي وذلك باستخدام أدوات البحث، حيث تتمثل الأولى في المسح المكتبي وذلك عن طريق الإطلاع على الكتب، المقالات، الدراسات والأبحاث وكل ما له صلة بالموضوع، من أجل توثيق أهم المتغيرات المحاسبية التي أظهرتها الدراسات السابقة، والتي لها أثر على القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى استخدام نموذج إحصائي، وهو أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، حيث يعتمد على متغير واحد تابع، وهو القيمة السوقية للسهم، ومجموعة من المتغيرات المستقلة والمتمثلة في المعلومات المحاسبية، بهدف اختبار العلاقة بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية للسهم ومساعدة المستثمرين في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

**و سوف يتم الاعتماد في اختبار النموذج على الاختبارات الاحصائية التالية :**

- معامل التحديد ($R^2$) الذي يوضح نسبة التغيرات في المتغير التابع، وهو القيمة السوقية للسهم، والتي يمكن تفسيرها عن طريق المتغيرات المستقلة.

- اختبار (F) ويساعد في اختبار معنوية النموذج ككل.
- اختبار (T) وهو اختبار معنوية معاملات المتغيرات المستقلة كل على حده لمعرفة مدى معنوياتها وأهميتها في النموذج المقترح. وذلك عند مستوى ثقة 95٪ لكل من (F) و (T).

**وسوف يتم رفض فرضيات العدم السابقة وفقا لقواعد الاختبار التالية:**

- إذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية 0.05
- إذا كانت قيمة T المحسوبة أكبر من قيمة T الجدولية عند مستوى معنوية 0.05

## 6- الدراسات السابقة:

### - الدراسات الأجنبية:

- دراسة (Ball and Brown,1968) [1]:

تعتبر البداية الجوهرية لاهتمام الباحثين بدراسة العلاقة بين المعلومات والبيانات المحاسبية وأسعار الأسهم المتداولة في الأسواق المالية، حيث ركزت هذه الدراسة على اختبار العلاقة بين الأرباح المتوقعة وأسعار الأسهم لـ 261 شركة مدرجة في سوق نيويورك خلال الفترة 1957-1965 ، وقد توصلت الدراسة إلى أن نشر أرقام الربحية في القوائم المالية السنوية لها ردود فعل لدى المستثمرين تنعكس على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق الأوراق المالية وذلك قبل شهر من إصدار القوائم المالية السنوية.

- دراسة (Fama & French,1992):

كان الهدف من هذه الدراسة هو اختبار ودراسة العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعارها لعينة من الشركات عددها 435 شركة بالولايات المتحدة الأمريكية وذلك خلال الفترة من 1962 إلى 1990 ، حيث تم استخدام نموذج رياضي تحليلي لتقييم الأسهم وكذا أسلوب الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتمثل في نسبة سعر السهم للربحية والمتغيرات المستقلة والمتمثلة في: ربحية السهم، نسبة التوزيعات المتوقعة، الانحرافات المعيارية المتوقعة لربحية السهم، وذلك بهدف معرفة السعر الحقيقي لأسهم تلك الشركات وتحديد: الأسهم المقدرة بأقل من قيمتها الحقيقية، الأسهم المقدرة بأكثر من قيمتها الحقيقية، الأسهم المقدرة بقيمتها الحقيقية.

(1) R. Ball and P Brown, An empirical evaluation of accounting Income, Journal of accounting research, Auturmn, 1968, pp 159-178.

وقد توصلت الدراسة إلى أن عوائد الأسهم لا تفسر بواسطة المتغيرات في أسعار الأسهم والتي يعبر عنها بواسطة بيتا ( كما هو مقترح في ظل النظرية المعيارية ) وإنما تفسر عوائد الأسهم من خلال متغيرين أساسيين من السهل قياسهما وهما حجم التعامل، معدل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للسهم وأن معدل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لها التأثير الأكبر من حجم التعامل مع سعر السهم.

**دراسة (Feltham and Ohlson, 1995)[1] :**

تناولت العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والمعلومات المحاسبية وخاصة العمليات المالية والأنشطة المالية، ولقياس المعلومات المحاسبية استخدمت الدراسة القيمة الدفترية للسهم، والعائد على السهم، والربح الموزع، والأصول الثابتة، والمصروفات، والمطلوبات، وصافي الدخل من الأنشطة الجارية، وقد اعتمدت هذه الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي، وكانت نتيجة هذه الدراسة وجود علاقة معنوية بين القيمة السوقية للسهم ومتغيرات الأنشطة المالية.

- **دراسة (Quirin and Allen,2000)[2]:**

اهتمت بدراسة العلاقة بين الأداء الاقتصادي للمؤسسات والذي يعكسه حجم الأرباح المحققة و بين القيمة السوقية للسهم، و بالتركيز على التحليل الأساسي للقوائم المالية المنشورة للتنبؤ بإجمالي عائد السهم. توصلت هذه الدراسة إلى وجود تأثير جوهري للمعلومات المحاسبية و المتعلقة بالربحية على الأسعار السوقية للأسهم، فهذه المعلومات لها تأثير معنوي و مرتفع في التنبؤ بحركة أسعار الأسهم، و يعتمد التنبؤ بالأسعار أيضا على البيانات التاريخية للأرباح و القائمة على نماذج السلوك

---

(1) G. Feltham, J. Ohlson Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, contempory accounting research, 1995, pp 689-731.

(1) J. Quirin and A. Allen, The effect of earnings performance on fundamental information analysis, Journal of business research, 2000, pp 149-165.

العشوائي، كما أضافت الدراسة أن مؤشرات الربحية و خاصة مؤشر العائد على السهم ومؤشر مضاعف الربحية من أهم المؤشرات المحاسبية للتنبؤ بالقيمة السوقية للسهم.

- **دراسة (Placido Menaje, 2012)** [1]:

بعنوان: أثر المتغيرات المالية في سعر السهم دراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة الفلبين سنة2009

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد ما إذا كان العائد على السهم والعائد على الأصول لها تأثير معنوي على أسعار الشركات المدرجة في سوق الفيليبين، اذ تم الاستعانة بالتقارير المالية لسنة 2009 لعينة مكونة من 50 شركة مدرجة في السوق المنشورة في قاعدة البيانات الالكترونية Osiris. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية موجبة بين العائد على السهم وقيمته السوقية، في حين وجود علاقة سالبة وضعيفة بين معدل العائد على الأصول وسعر السهم في السوق. كما أظهرت نتائج الانحدار المتعدد أن النموذج المختار قادر على تفستير 73٪ من التغيرات في سعر السهم.

(2) Placido Menaje, (2012) : Impact of Selected Financial Variables on Share Price of Publicly Listed Firms in the Philippines, american International Journal of Contemporary Research, Manila, Philippines, Vol 2, No 9,

* دراسة(**Mohammad Reza Kohansal et al, 2013**) [1]

العلاقة بين النسب المالية وأسعار الأسهم لشركات الصناعات الغذائية في بورصة إيران 2009-2010

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين النسب الدالية المتمثلة في : نسب السيولة( النسبة الحالية )، ونسب النشاط( معدل دوران الأصول ) ونسب الربحية( معدل العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين) والرافعة الدالية (الديون )وأسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة إيران، وقد شملت عينة الدراسة على مجموعة من شركات صناعة المواد الغذائية المدرجة في بورصة إيران، حيث تمت هذه الدراسة خلال الفترة 1992-2010 ، ولمعالجة الموضوع قام الباحثون بتقدير معاملات النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى وتحديد العدد الأمثل من المتغيرات إضافة إلى معرفة العلاقة بين النسب المالية وأسعار الأسهم باستخدام نموذج VAR، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة السيولة والعائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين ،مع أسعار الأسهم وهناك تأثير لمعدل دوران الأصول على تقلبات الأسعار.

(1) Mohammad Reza Kohansal Abolfazl Mohseni, Komeil Mahjori Karmozdi, Amir Dadrasmoghaddam, (2013): Relationship between Financial Ratios and Stock Prices for the Food Industry Firms in Stock Exchange of Iran, World Applied Programming, Vol 3, Issue 10, Iran,pp 512-521.

- **الدراسات العربية:**

- **دراسة عبد البديع (2001):**

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قدرة المعلومات المالية (التقارير السنوية والتقارير الدورية) والمعلومات من مصادر أخرى (الوسطاء الماليين،البورصة،الصحف المالية) في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية في أسهم الوحدات الاقتصادية بالنسبة لمستثمر مؤسس ذو مهنة معينة، وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الملاحظة كأحد أساليب جمع المعلومات وذلك عن طريق الملاحظة المباشرة للمستثمرين داخل محيط نشاطهم اليومي حيث اعتمدت هذه الدراسة على البيانات النوعية بدلا من البيانات الكمية، وقد خلصت الى أن التقارير المالية السنوية تمثل أهم المعلومات الدورية الروتينية على مدار السنة المالية،وأن فائدة هذه التقارير وأهميتها كمصدر رئيسي للمعلومات تتغير خلال العام،حيث يمكن استخدامها في بعض الأوقات كمصدر أساسي للمعلومات وفي أوقات أخرى كمصدر تأكيدي لها،بل وأكثر من ذلك فإن التقارير السنوية ليست فقط مصدر معلومات للاستعلام ولكنها أيضًا تعطي الحافز الذي ساعد على فتح المجالات لطرح الأسئلة التي يمكن الإجابة عليها من مصادر أخرى.

- **دراسة اللوغاني (2001):**

هدفت الدراسة الى إبراز قائمة التدفق النقدي في زيادة الاهتمام بالمحتوى الاعلامي للتدفق النقدي اذ تعطي قدرة تنبؤية أفضل من المعلومات عن الأرباح للحكم على التوزيعات المستقبلية ويساعد على تقييم السيولة و المرونة المالية للشركات المساهمة،وتساعد المستثمر في تقييم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

**وقد اهتمت الدراسة ببيان أثر نشر المعلومات المالية في سوق الأوراق المالية، حيث أبرزت مايلي:**

- أن أسعار الأوراق المالية في سوق المال الكفء تعكس بشكل فوري وبصورة غير متميزة كافة المعلومات المتاحة للمتعاملين؛
- أن القوائم المالية والتقارير التي تصدره االشركات المساهمة المصرية يجب أن تحتوي على معلومات هامة تفيد المستثمرين في التنبؤ بالعائد المحاسبي والعائد السوقي بما يساعد في تكوين المحافظ الاستثمارية التي تتناسب مع درجات أفضليتهم للعائد والمخاطرة.

**دراسة (عبد اللطيف باشيخ، 2005)** [(1)]:

حاولت هذه الدراسة التعرف على العلاقة المعنوية بين المتغيرات المحاسبية التي يمكن ايجادها من واقع القوائم المالية و مستويات اسعار الاسهم في السوق السعودي، حيث اعتمد الباحث على بيانات جميع الشركات السعودية المساهمة في سوق الاسهم السعودي و ذلك خلال الفترة 1999-2003 و تناولت أربعة قطاعات : قطاع البنوك، الصناعة، الاسمنت و الخدمات.

(1) عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن باشيخ، (2005): العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم، مجلة الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، مجلد 19، العدد 02 ، ص 176-177.

**توصلت هذه الدراسة الى :**

- وجود علاقة جوهرية طردية بين ربح السهم و القيمة السوقية للسهم في كل من قطاع البنوك و الصناعة.

- وجود علاقة جوهرية طردية بين الربح الموزع للسهم و القيمة السوقية للسهم في كل من قطاع البنوك، الخدمات و الصناعة.

- وجود علاقة جوهرية عكسية بين عائد الربح الموزع و القيمة السوقية للسهم في كل من قطاع البنوك، الخدمات و الصناعة.

- وجود علاقة جوهرية عكسية بين العائد على حقوق المساهمين و القيمة السوقية للسهم في كل من قطاع الاسمنت و القطاع البنكي.

- هناك فروق بين القطاعات المختلفة في سوق الأسهم في التفاعل مع النتائج.

- **دراسة (محي الدين حمزة ،2007)** [1]:

وهدفت إلى اختبار منفعة المعلومات المحاسبية لمتخذي القرارات الاستثمارية للشركات المدرجة في سوق عمان المالي فضلا عن اختبار مدى الاتساق والتجانس في التقارير المحاسبية التي تم الإفصاح عنها من قبل هذه الشركات .

ولتحقيق هدف البحث قام الباحث باستقراء تحليلي لنتائج الدراسات السابقة لتأصيل الجوانب العلمية للبحث في الفترة 1995-2003 ، كما قام باجراء تحليل كمي لنوعية كل من التقارير و المعلومات التي تفصح عنها هذه الشركات.

(1) محي الدين حمزة، (2007): دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)، مجلة العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق، المجلد 23، العدد 01، ص 145 -174.

**وقد توصلت هذه الدراسة الى عدة نتائج أهمها :**

- ان المعلومات المحاسبية المنشورة في التقارير المحاسبية تؤثر بشكل واضح في قرارات المستثمرين بالسوق
- ان المعلومات المحاسبية والمالية المنشورة لا تعد كافية للمستثمرين داخل السوق و من ثم فإن قرارهم الاستثماري يخضع في بعض الاحيان الى التوجه الشخصي وليس العقلاني.
- هناك تباين في مدى تأثير العوامل المحاسبية على سعر السهم و ذلك حسب كل قطاع.

- **(دراسة مفيد عبد الله الظاهر، سام عبد القادر الفقهاء، 2011)**

بعنوان"العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية 2004- 2008[1]:

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير عدد من المتغيرات المالية والمحاسبية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتلك العوامل هي نسبة العائد على حق الملكية، ونصيب السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، ومعدل دوران الأصول، والعائد على إجمالي الأصول. وقد تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية الفلسطينية المساهمة العامة والمدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها (10) شركات، وغطت الدراسة الفترة الزمنية الممتدة ما بين الأعوام 2004-2008م. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير معنوي لكل من حصة السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، والعائد على إجمالي

(1) عبد الله الظاير، سام عبد القادر الفقهاء،(2011): العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ، مجلة سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 26 ، العدد السابع، جامعة مؤتة، الكرك،، المملكة الأردنية الهاشمية.

الأصول في أسعار الأسهم في الشركات الصناعية. أما بالنسبة للعائد على حق الملكية، ومعدل دوران الأصول فقد أظهرت النتائج ضعف ارتباطهما مع أسعار الأسهم. ولكن عند استخدام تحليل الانحدار المتعدد تبين أن هناك تأثيراً معنوياً لمتغيرات الدراسة المستقلة في أسعار الأسهم باستثناء متغيري نسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات فقد استبعدا من نموذج الانحدار المتعدد لوجود ارتباط كبير بينهما. وأكدت الدراسة على أهمية أن يتم إجراء المزيد من الدراسات لقطاعات اقتصادية مختلفة، وأكدت أيضاً على أهمية زيادة درجة إفصاح الشركات عن المعلومات التي تؤثر في سعر السهم.

**(دراسة دادان عبد الوهاب، بديدة حورية، 2011)** [1]

بعنوان "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40"تحليل إحصائي خلال الفترة2007-2009

هدفت هذه الدراسة للتعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر **CAC40** ، وذلك في وجود قرارات مالية أخرى ودراسة تأثير المحتوى الإعلامي لهذه السياسة على القيمة، وقد شملت عينة الدراسة على 33 مؤسسة مسعرة في بورصة باريس والمنتمية لمؤشرCAC40 وهي من أصل 40 مؤسسة والتي تمثل مختلف قطاعات الاقتصاد الفرنسي، ولمعالجة هذا الموضوع استخدم الباحثان أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وذلك لاختبار العلاقة بين المتغير التابع ( هو متوسط سعر السهم للمؤسسة خلال الفترة 2008 إلى 2010) والمتغيرات المستقلة ( نصيب السهم من التوزيعات النقدية، إعادة شراء الأسهم، ربحية السهم الواحد)، وذلك بالاستعانة بالبرنامج الاحصائي Eviews

(1) ، دادان عبد الوهاب، بديدة حورية ،(2011): تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC 40 ، مجلة الباحث، العدد العاشر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.

الأسهم، فتوصلت الدراسة إلى ان هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح النقدية على قيمة المؤسسة ولا توجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على القيمة، بالإضافة لعدم وجود تأثير المحتوى الاعلامي لهذه السياسة عل قيمة مؤسسات المؤشر.

**ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:**

ركزت الدراسات السابقة على ضرورة الاهتمام بالمعلومات المحاسبية المستخرجة من القوائم المالية لما تحدثه من آثار ايجابية في سلوك المستثمرين بالإضافة إلى دورها في تحقيق الكفاءة والفاعلية للقرار الاستثماري. و من الملاحظ أن معظم الدراسات و المرتبطة بدراسة العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأوراق المالية تم إجراؤها على أسواق مالية متقدمة و ليس على أسواق ناشئة والاعتماد بالأساس على مؤشرات الربحية دون المؤشرات الأخرى والتي بإمكانها التأثير على القيمة السوقية للأوراق المالية.

## 7- هيكل الدراسة:

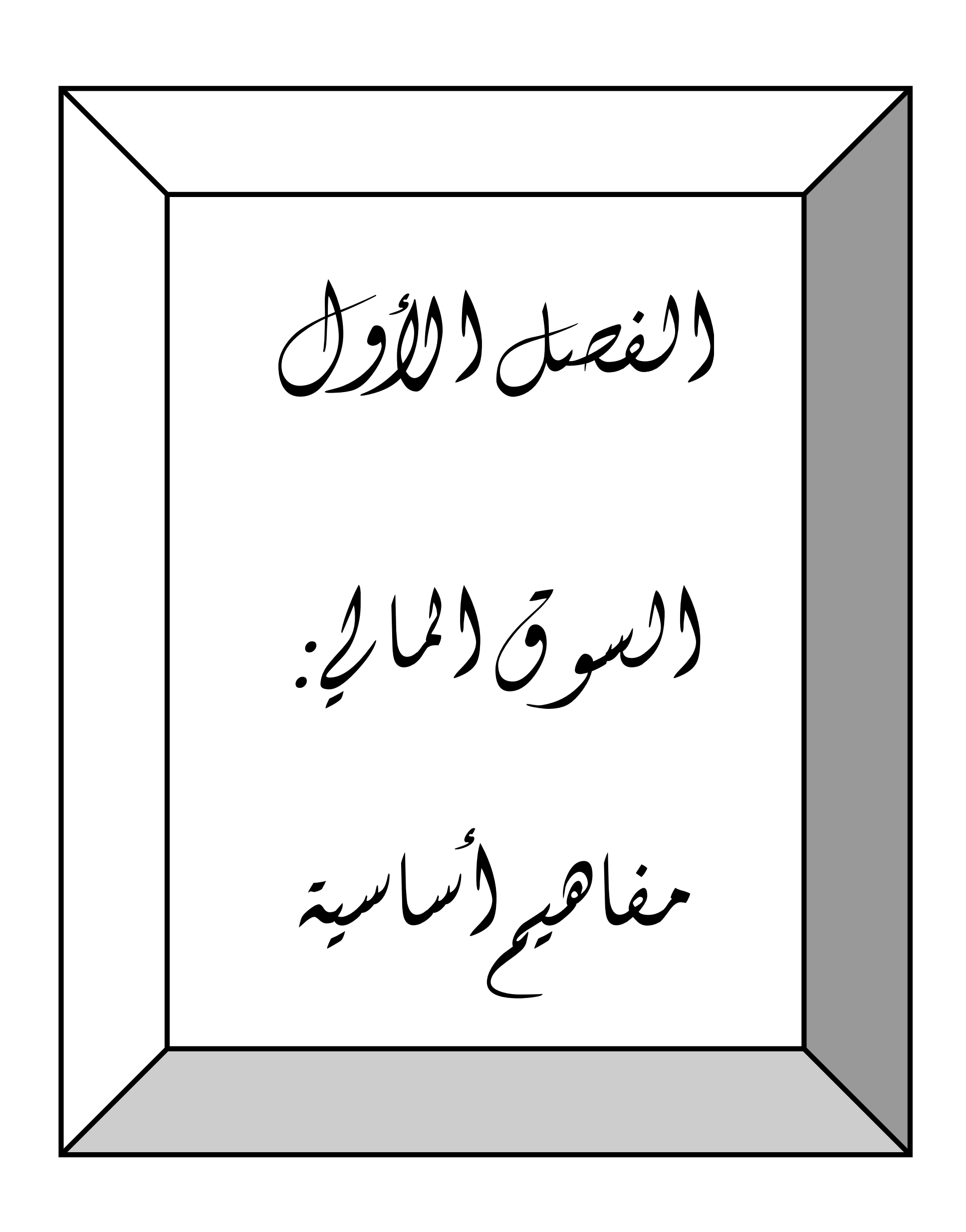
لإنجاز هذه الدراسة قمنا بتقسيمها إلى أربعة فصول، وكذلك كمايلي:

- في الفصل الأول تطرقنا إلى سوق الأوراق المالية وموقعها ضمن السوق المالي من خلال عرض المفاهيم الأساسية للسوق المالي، تنظيم سوق الأوراق المالية في المبحث الأول. وماهية كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها، وكذا علاقتها بالمعلومات في المبحث الثاني. أما المبحث الثالث فيتضمن صيغ الكفاءة والطرق المستعملة لقياسها، مع عرض عوائق تطبيق نموذج السوق الكفء والآليات المقترحة لتعزيز الكفاءة.
- في الفصل الثاني تم تناول تقييم الأسهم العادية من خلال عرض ماهية الأسهم العادية والقيمة، محددات القيمة السوقية للأسهم العادية في المبحث الأول. والمداخل المستخدمة في تحليل الأسهم بالتطرق لكل من التحليلين الفني والأساسي في المبحث الثاني. أما المبحث الثالث فيتضمن مختلف نماذج

تقييم الأسهم العادية بدءا بنموذج خصم توزيعات الأرباح، نموذج مضاعف الربحية، بالإضافة إلى عدة نماذج بديلة أخرى.

- في الفصل الثالث تناولنا المعلومات المحاسبية، خصائصها ومخرجات نظام المعلومات المحاسبي المتمثلة في القوائم المالية في المبحث الأول. والإفصاح المحاسبي وبالتحديد الإفصاحات المطلوبة على مستوى سوق الأوراق المالية، وكذا دور النظام المحاسبي المالي في تعزيز الإفصاح في المبحث الثاني. أما المبحث الثالث فيتضمن تحليلا للمعلومات المحاسبية باستخدام النسب المالية وأثرها على القيمة السوقية للسهم وتم تناول عدة نقاط رئيسية تمثلت في التحليل المالي، النسب المالية، وكذا علاقة المعلومات المحاسبية المفصح عنها في السوق بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة.
- في الفصل الرابع تم التطرق إلى نشأة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها وكذا الشركات المدرجة، اذ تهتم هذه الدراسة بكل من فندق الأوراسي ومجمع صيدال، في المبحث الأول. واختبار فرضية وجود علاقة بين مختلف النسب المالية المستخرجة من المعلومات المحاسبية التي تتضمنها القوائم المالية والمفصح عنها بشكل سنوي ببورصة الجزائر، والقيمة السوقية للأسهم العادية للشركات محل الدراسة، في المبحث الثاني.

وفي المبحث الثالث، سيتم اختبار أن الأسعار السوقية لا تعكس القيمة الحقيقة للأسهم، ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري الأنسب.


الفصل الأول
السوق المالي:
مفاهيم أساسية

## تمهيد

نظرا لاعتبار السوق المالي أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، أصبح من الضروري وجود أسواق مالية كبيرة يقوم من خلالها هؤلاء بالتخصيص الكفء لمواردهم المتاحة، فإضافة لكونها مصدر مهم من مصادر التمويل، نجدها تضع أمام الشركات مجالا واسعا للقيام باستراتيجيات مالية وبعمليات نمو خارجي بهدف تعظيم قيمتها السوقية، وفرض نوع من الرقابة على أدائها.

إلا أن ما سبق يقتضي توفر قدر كاف من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة حتى تتصف هذه الأخيرة بالكفاءة، اذ تتعلق مستويات السوق الكفء بمدى استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات المتاحة، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية. فكفاءة الأسواق المالية تلعب دورا هاما في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها، بالإضافة الى ضمان تحقيق الدقة والشفافية في المعلومات المتاحة.

وسنحاول في هذا الفصل التطرق إلى سوق الأوراق المالية وموقعها ضمن السوق المالي من خلال عرض المفاهيم الأساسية للسوق المالي، تنظيم سوق الأوراق المالية في المبحث الأول. وماهية كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها، وكذا علاقتها بالمعلومات في المبحث الثاني. أما المبحث الثالث فيتضمن صيغ الكفاءة والطرق المستعملة لقياسها، مع عرض عوائق تطبيق نموذج السوق الكفء والآليات المقترحة لتعزيز الكفاءة.

## المبحث الأول: سوق الأوراق المالية وموقعها ضمن السوق المالي

مع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية وعلى وجه الخصوص أسواق الأوراق المالية في معظم الاقتصاديات بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها، اذ تمثل سوق الأوراق المالية احدى أهم مكونات السوق المالي، والتي يتم من خلالها الاتصال بين عارضي وطالبي الأموال، وتعتبر أحد أهم المصادر لتوفير الاستثمار للقطاعات التي لديها سيولة غير مستثمرة، وفرصة لتمويل القطاعات التي تعاني من عجز.

### المطلب الأول: السوق المالي: مفاهيم أساسية

#### 1- لمحة تاريخية عن تطور الأسواق المالية:

أدى التطور في الانتاج الصناعي وظهور الانتاج الواسع Mass Production إلى الحاجة لتمويل المشاريع الكبيرة، مما أدى إلى ضرورة انشاء مؤسسات مالية غير مصرفية تستطيع الوصول إلى كافة المدخرات المتاحة لدى جميع الأفراد بمختلف طبقاتهم وتوظيفها في القطاعات الانتاجية المختلفة، ومن ضمن هذه المؤسسات الأسواق المالية، حيث بدأ الأمر بتسمية السوق المالي بكلمة البورصة(Bourse)، اذ تعود هذه التسمية إلى عائلة تاجر بلجيكي يدعى بورص كان التجار يجتمعون أمام قصره ليتبادلوا الصفقات، وبعد ذلك تطور الأمر إلى إنشاء أول سوق مالي في مدينة انفرس عام 1536 ثم في مدن أوروبية أخرى مثل أمستردام، لندن وباريس.

بصورة عامة يقوم المتعاملون في الأسواق أي الطرف البائع مع الطرف المشتري بتبادل الأصول مقابل النقد، ولذلك فقد يكون السوق لتبادل الأصول الحقيقية ( Real Assets Market ) كالعقارات والذهب والأراضي، أو سوق تبادل الأصول المالية

(Financial Asset Market) كالأسهم والسندات والمشتقات المالية. ونتيجة للتطور الحاصل في شكل المشاريع والاتجاه نحو تأسيس شركات المساهمة بعدد كبير وتنوع القطاعات الاقتصادية، نشأت الحاجة إلى تكوين سوق لتداول الأوراق المالية المصدرة من قبل هذه الشركات اضافة الى تطور الفوائض المالية، ودراسة أهمية تنويع هيكل تمويل الشركات بهدف تخفيض كلفة التمويل والحصول على عوائد كبيرة.

ويستعين السوق المالي بشريحة من الخبراء لتنظيم عمليات التبادل وتوفير المعلومات الدقيقة للمتعاملين في السوق ولفئة المالكين، أما الفئة الثانية العاملة في السوق فهم الوسطاء أو الوكلاء[1].

## 2- مفهوم السوق المالي:

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق، وهذا يعني أن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد، بل يكفي صناعته تواجد وسائل فعالة لاتصال البائع والمشتري[2].

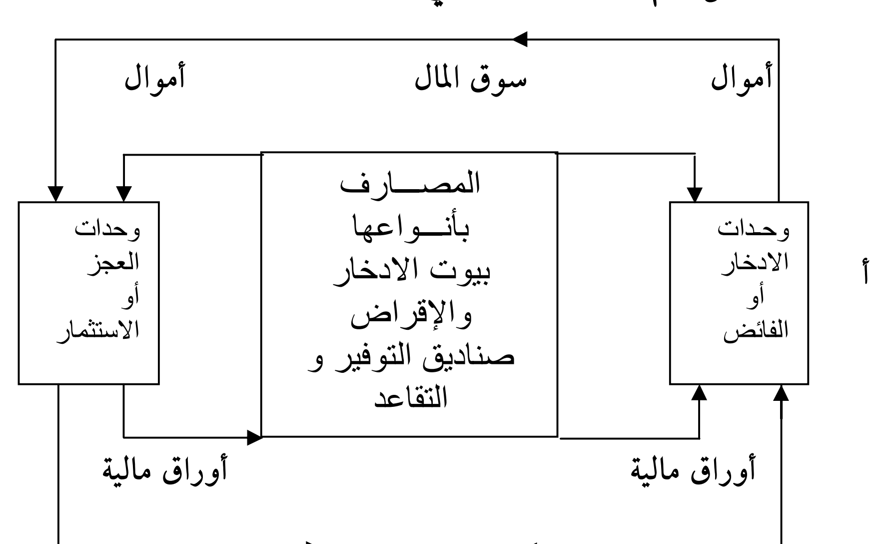
كما يعرف السوق المالي بأنه الآلية التي تمكن الأطراف من القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفء. ويشمل هذا التعريف المفاهيم التالية:

- الآلية: تمثل المجال أو الاجراءات والقواعد التي يدار على أساسها السوق المالي.

(1) دريد كامل آل شبيب، (2009): الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، الطبعة العربية ، عمان، ص183.
(2) أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، (2004): الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار المسيرة، عمان، ص110.

- الأطراف: هم الأفراد والمؤسسات والحكومات، سواء يمثلون وحدات الفائض أو العجز.
- اصدار وتداول: تعني وجود سوقين هما: سوق الاصدار وسوق تداول أدوات الاستثمار [1]

**شكل رقم (1): السوق المالي والمؤسسات العاملة به**




أ

المصدر: أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة، عمان، 2004، ص111.

يتضح من الشكل أن السوق المالي يقدم خدماته إلى وحدات العجز بالحصول على الأموال من مختلف مصادرها بكفاءة وأقل كلفة. أما بالنسبة لوحدات الفائض فإنها تستفيد من آلية السوق لكونها الوسيلة التي تقدم خدمات ادخارية واستثمارية في آن واحد من خلال أدوات الملكية والمديونية، وتتحقق كفاءة هذه الخدمات من خلال فاعلية الوحدات العاملة في السوق، وبتوفر عنصر السيولة والمرونة للأموال المطلوبة أو المعروضة في السوق.

(1) السيد متولي عبد القادر، (2010): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، ص67.

وخلاصة القول أن السوق يقوم على ثلاث أركان أساسية هي: المقرضون، المقترضون وفئة الوسطاء[1].

### 3- تقسيمات السوق المالي :

حسب معيار أجل استحقاق الأصول المالية، فإنه يندرج تحت مصطلح السوق المالي كل من سوق النقد وسوق رأس المال.

#### 3-1- سوق النقد[2]:

وهي السوق التي يتم فيها تبادل الالتزامات المالية قصيرة الأجل والتي تقل آجال استحقاقها عن سنة واحدة، حيث تلتقي الوحدات ذات العجز المالي المؤقت مع الوحدات الأخرى ذات الفائض المالي المؤقت. وتتمثل الوظيفة الأساسية لسوق النقد في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات الاحتياجات المالية المختلفة من خلال أصول مالية قصيرة الأجل، ومن أمثلتها: أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، الكمبيالات، وشهادات الإيداع. وتتميز الأصول المالية المتداولة في هذه الأسواق بالسيولة المرتفعة وانخفاض درجة المخاطرة.

ولأسواق النقد درجة كبيرة من الأهمية للاقتصاد القومي، حيث أنها:

- تؤمن سيولة للنظام المصرفي بما يمكن البنوك التجارية من توظيف أموالها بشكل آمن واستعمال فائضها بشكل مؤقت، مما يساعد على الاحتفاظ باحتياطي نقدي ثابت ومنخفض.
- تساعد البنك المركزي على تحقيق الرقابة اللازمة، من خلال التأثير على كمية وأسعار الأموال السائلة، وذلك بالتدخل في هذه السوق إما بعرض الأموال أو طلبها، وفقا للسياسة النقدية التي يقوم البنك المركزي بتنفيذها.

---

(1) أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل و إدارة)، مصدر سبق ذكره، ص 111.

(2) محمد أحمد عبد النبي، (2009): الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، دار زمزم، عمان، الأردن، ص27.

### 3-2- سوق رأس المال [1]:

هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، وتختلف عن السوق النقدية من حيث أنها سوق احتياجات مالية طويلة الأجل في حين السوق النقدية هي سوق سيولة، لذا فإن مخاطرتها تكون أكبر من مخاطرة السوق النقدية، والمتعاملون في هذه السوق هم: الشركات، الحكومة والأفراد، والأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال تشمل استثمارات المديونية والمتمثلة في تعهدات مالية يلتزم بموجبها المقترض للأموال باعادتها في تاريخ محدد ودفع الفوائد المتربة عليها إلى الدائنين، كما نجد أيضا استثمارات حق الملكية والتي تعبر عن حصص ملكية في الشركات التي استلمت الأموال، ويوجد نوعان: الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

ويتسم سوق رأس المال بمجموعة من الخصائص أهمها:

- يكتسب أهمية في تمويل المشروعات الانتاجية التي تحتاج أموالا تسدد على أمد طويل.
- يعتبر أكثر تنظيما من السوق النقدي نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المتخصصين.
- الاستثمار في سوق رأس المال يعتبر ذو عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين فيه يتجه نحو الدخل أكثر من السيولة.
- يتطلب وجود سوق ثانوي للتداول حتى يتم تنشيط الاستثمار، ويتم توفير سيولة نقدية ملائمة للأدوات طويلة الأجل الأمر الذي يزيد من سرعة تداولها.

## 4- أهمية الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي:

تنبع أهمية الأسواق المالية بشكل عام من الدور الأساسي الذي تلعبه على مستوى الشركات وعلى جميع نواحي الحياة الاقتصادية، حيث يتجلى هذا الدور في:

(1) طاهر حيدر حردان، (2009): أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 32.

- تعتبر الأسواق المالية ركنا هاما من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية، فهي تسعى إلى تشجيع الادخار لدى الأفراد وتنميته وذلك من أجل تمويل الشركات التي تستثمر في مختلف القطاعات، مما يساعد على تنمية الاقتصاد الوطني وتطويره. اذ تقوم بتجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر [1].
- تلعب دورا رئيسيا في تخطيط السياسة النقدية للدولة، فبواسطته يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة، وأيضا عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا كبيرا في السوق، وبالتالي يستطيع البنك المركزي تحقيق أهداف السياسة النقدية.
- إن وجود سوق مالي فعال يوفر سيولة للأصول المالية قصيرة الأجل مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة تمويلها، ويكون ذلك سببا لزيادة الطاقة الإنتاجية مما يخلق بدوره انتعاشا وازدهارا اقتصاديا [2].
- تقوم بتمويل المشاريع الجديدة وسد الفجوة التمويلية في حالة عزوف البنك عن تمويلها [3].
- يمكن للأسواق المالية من خلال مكاتبها المتخصصة وخبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للأوراق المالية عن طرق تحليل عوامل العرض والطلب، وبيان احتياجات هذه الشركات وتحديد أنسب الطرق لتمويلها.
- تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.
- إن التزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التداول في السوق يضمنان مناخا استثماريا يتسم بالشفافية [4].

---

(1) محمد يوسف ياسين، (2004): البورصة(عمليات البورصة- تنازع القوانين- اختصاص المحاكم)،منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، ص12

(2) طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، مصدر سبق ذكره، ص29..

(3) دريد كامل آل شبيب، مصدر سبق ذكره، ص188.

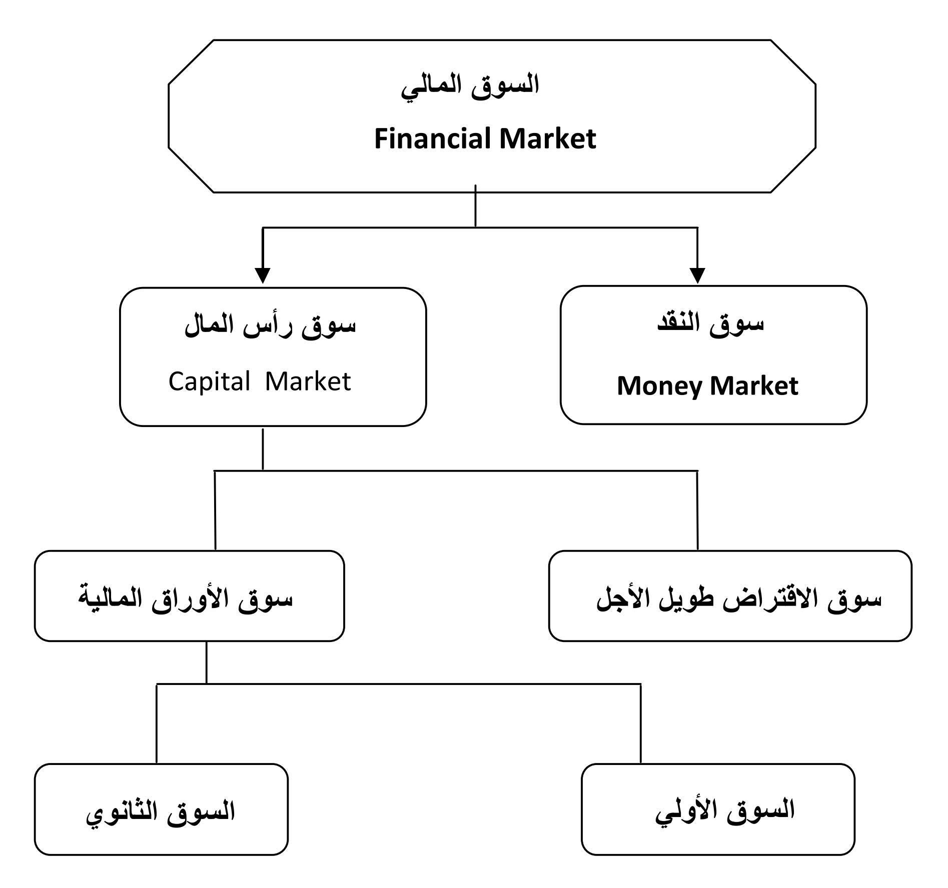
(4) هوشيار معروف، (2009): الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، ص85.

من خلال ما سبق يمكن القول أن هناك ارتباط بين النمو الاقتصادي وكفاءة النظام المالي (أسواق المال، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، البنوك...الخ)، ومنشأ هذا الارتباط يظهر مع تزايد معدلات النمو الاقتصادي، حيث يزيد كل من الادخار والاستثمار، وبالتالي تزداد الحاجة الى التحصيل الكفء لرؤوس الأموال وتنويع النشاط وتسهيل تدفق المعلومات.

## المطلب الثاني: موقع سوق الأوراق المالية ضمن السوق المالي

يمكن أن نوضح موقع سوق الأوراق المالية ضمن السوق المالي من خلال الشكل رقم (2):

**شكل رقم (2): موقع سوق الأوراق المالية ضمن السوق المالي**




**المصدر:** محمد أحمد النبي، مرجع سبق ذكره، ص28.

**حسب الشكل رقم (2) فإن سوق رأس المال ينقسم إلى قسمين:**

- سوق الاقتراض طويل الأجل (السوق المصرفي)
- سوق الأوراق المالية

حيث أن سوق رأس المال بالمفهوم الضيق يمكن أن نطلق عليه اسم سوق الأوراق المالية.

**1- مفهوم سوق الأوراق المالية:**

هي المكان الذي يتم فيه الالتقاء بين عارضي وطالبي الأموال، اذ يقوم طالبو الأموال بإصدار أوراق مالية للحصول على ما يحتاجونه من الأموال من طرف العارضين، وتتم العملية على مرحلتين، يتم بوجبها تعريف سوقين هما السوق الأولي والسوق الثانوي (بورصة القيم) [1].

كما يعرف سوق الأوراق المالية على أنه مكان اجتماع تجرى فيه المعاملات على الأوراق المالية في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع.

لذا يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هو سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق، على اعتبار أنه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات، وتعرف بإسم سوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون للسوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشترين، مع سهولة الاتصال بينهم، وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات، مع سهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو

(1) سويسي هواري، (2008): تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، ص114.

السعر بالنسبة للبائع والمشتري، وهي أيضا سوق للمنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب [1].

**2- تقسيمات سوق الأوراق المالية:**

**2-1- السوق الأولي :**

يطلق على السوق الأولي سوق الإصدارات، يتم التعامل فيه بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة وذلك عن طريق ما يسمى بالاكتتاب العام، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس أو إنشاء الشركات الجديدة، أو زيادة رأسمالها بغرض توسيع وتنويع نشاطها أو إصدار الأسهم والسندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل، وعادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار [2]

ما يميز السوق الأولي أنه غير محدد بمكان معين كما أن إجراءاته لا تخضع لقانون العرض والطلب، ذلك أن المصدر الأولي للورقة المالية يحدد بنفسه السعر بناء على تقديراته الخاصة، وتتم عملية البيع في السوق الأولي بإتباع الأسلوبين التاليين[3]:

- التعامل المباشر: يتم التعامل مع المشترين مباشرة بالاعتماد على العلاقات الشخصية مع مصدري الورقة المالية .
- التعامل غير المباشر: يعتمد هذا الأسلوب على استخدام الوسطاء الذين يتولون مسؤولية الإصدار وتغطية الاكتتاب وتحمل مخاطر تقلب الأسعار، حيث يقوم المتعامل المالي بعمليات مضاربة عن طريق شراء الأوراق المالية ثم إعادة بيعها

---

(2) بوكساني رشيد، (2006): معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، ص44.

(1) عصام حسينى، (2008): أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، عمان، ص 18.

(2) الياس بن ساسي ويوسف قريشي، (2006): التسيير المالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ص 435 .

بسعر أعلى للمستثمرين في الأوراق المالية، وذلك مع تحمل مخاطر السوق التي تحدث آثارا سلبية على قيمة الورقة المالية.

**2-2- السوق الثانوي:**

تعرف بأنها السوق التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، أين يتم بيع الحقوق وشراؤها دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول الشركة، حيث تخضع عمليات البيع والشراء لقوانين العرض والطلب. وتتمثل الوظيفة الرئيسية للسوق الثانوية في تحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز أي القيام بوظيفة تحقيق السيولة، وهي إحدى الوظائف المهمة التي تقوم بها الأسواق المالية بالنسبة للبائع، أما بالنسبة للمشتري فتكون الوظيفة الرئيسية هي خزن القوة الشرائية عن طريق استبدال النقود بورقة مالية، ويتم التعامل في السوق الثانوية في أماكن مخصصة لذلك وهي قاعة التداول[1].

وتنقسم السوق الثانوية إلى قسمين:

**2-2-1- الأسواق المنظمة:**

هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المدرجة، بمواعيد دورية طبقا لقواعد واجراءات تحددها لجنة السوق وبطريقة المزايدة العلنية، تتميز بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم، يدار من قبل لجنة السوق، تتكون من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق، والوسطاء، وعن الحكومة، تتحدد مهام المجلس بإدارة وتنظيم المتاجرة بالأوراق المالية، والاشراف على عملية الإدراج ورصد المخالفات وتخصيص منصات التداول[2].

---

(1) زياد رمضان ومروان شموط، (2008): الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق، القاهرة، مصر، ص 15-16.

(2) أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مصدر سبق ذكره، ص 124 .

## 2-2-2- الأسواق غير المنظمة:

هي أسواق للأوراق المالية ليس لها موقع جغرافي محدد، فضلا عن تعاملها بالأوراق المالية غير المسجلة (على الرغم من قدرة أطرافها على التعامل مع الأوراق المسجلة من خلال بيوت السمسرة) ولا يوجد نظام يسجل العمولة كما هو في السوق المنظمة، بل يترك للتفاوض، تدعى معاملات الأسواق غير المنظمة بالمعاملات فوق الطاولة (Over the counter)، لتمييزها عن المعاملات في الطاولة للسوق المنظمة، وتكاد تكون هذه السوق منتشرة في الوقت الحاضر بشكل كبير بناء على ما وفرته أجهزة الحاسوب من إمكانات الاتصال وعرض وتسجيل وخزن كبيرة لهذه السوق[1].

بالإضافة إلى القسمين الرئيسيين لأسواق الأوراق المالية الثانوية (المنظمة وغير المنظمة) فإنه يمكن إضافة الأقسام التالية[2]:

- **الأسواق الثالثة:**

وهي أسواق غير منظمة تقوم بعمليات البيع والشراء الكبيرة من خلال سماسرة غير أعضاء في الأسواق الثانوية لحساب غيرهم من المستثمرين بتكاليف منخفضة نسبيا، وتضم بيوت السمسرة والمتعاملين في الأسواق المالية المنظمة مع الاستعداد للبيع أو الشراء بأي كمية وفي أي وقت، وعادة ما تكون الصفقات بين شركات الاستثمار نفسها.

- **الأسواق الرابعة:**

هي أسواق أيضا غير منظمة تقوم بعمليات البيع والشراء عن طريق التعامل المباشر بين المستثمرين، وليس السماسرة، ويتم التعامل فيما بين المستثمرين على كافة الأوراق المالية، وتمتاز بانخفاض التكاليف والبساطة في الإجراءات.

(1) محمود محمد داغر، (2007): الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، ص 244.

(2) فيصل محمود الشواورة، (2008):الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الاسس النظرية و العملية )، دار وائل، عمان، الأردن، ص58.

### 3- الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تعتبر الأوراق المالية بمثابة السلعة التي يتم تداولها بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية، وتصدر من طرف الشركات أو الحكومة، والأوراق المالية هي عبارة عن أدوات استثمار وتمويل طويلة وقصيرة الأجل، يتم تداولها في سوق منظم خاص بها يسمى سوق الأوراق المالية، وبمعنى آخر هي أدوات الاستثمار المالي المتمثلة في صكوك أو مستندات تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد محدد مسبقا، كما تضمن لأصحابها استرداد القيمة الأصلية للورقة المالية في نهاية مدة معينة وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت، وبصورة أخرى هي عبارة عن شهادات ملكية أو صكوك دائنة مقابل الحصول على توزيعات من الأرباح أو العوائد الثابتة أو المتغيرة[1].

#### 3-1- الأسهم:

يعرف السهم على أنه جزء من رأس مال الشركة، ويعبر عن حق المساهم ممثلا بالنقود لتحديد مسؤوليته ونصيبه في الربح، وعادة يكون رأس مال الشركة مقسما إلى أجزاء متساوية يسمى كل منها سهما ويكتتب فيه دون توفر الثقة الشخصية بينهم[2].

وتعتبر الأسهم من أهم الأوراق المالية المتداولة على مستوى سوق الأوراق المالية، ويمكن أن نميز بين نوعين من الأسهم: الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

#### 3-2- السندات:

تمثل السندات صكوك دين لمالكها، وهي أداة تمويل مباشرة مابين وحدات العجز ووحدات الفائض، فهي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى سند. ويتميز التمويل بالسندات مقارنة بالقرض التقليدي بمرونة التسييل

(1) فيصل محمود الشواورة، مصدر سبق ذكره، ص75.
(2) هوشيار معروف، مصدر سبق ذكره، ص92.

العالية لحامله لوجود سوق للأوراق المالية، فضلا عن امكانية تحقيق المكاسب الرأسمالية خلال عمليات التداول، وتحصل جهات الاصدار على الأموال من خلال طرح السندات للاكتتاب العام مباشرة أو من خلال سوق الأوراق المالية أو بواسطة مؤسسة مالية [1].

### 3-3- المشتقات المالية:

تمثل المشتقات المالية أدوات يترتب عنها لحاملها التزام أو خيار لشراء أو بيع أصل مالي، حيث أن هذه الأدوات تشتق قيمتها من أسعار الأوراق المالية الأصلية (قد تكون الأدوات أسهم أو سندات)، وتعد هذه المشتقات أحد أهم ملامح تطور أسواق الأوراق المالية. ولقد بدأ التعامل بهذه الأخيرة نتيجة للتقلبات التي شهدتها العديد من الأسواق، وذلك في كل من سعر الفائدة وسعر الصرف وسعر الأصول المالية، ولا يقتصر دورها في التحوط من الخطر فيما يخص الأوراق المالية فحسب وإنما يمتد إلى الأصول المالية الأخرى مثل الذهب، ونجد من أهم أنواع المشتقات المالية: الخيارات، المستقبليات، والعقود الآجلة [2].

## 4- متطلبات قيام سوق الأوراق المالية [3]:

### 4-1- المتطلبات الضرورية لقيام سوق الأوراق المالية :

تمثل هذه المتطلبات الشروط الضرورية لقيام سوق الأوراق المالية، ومن أهم هذه المتطلبات مايلي:

- **توفير الإستقرار السياسي للدولة :**

وهو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال وذو أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين الأجانب، وعلى الدولة أن تؤمن لهم انتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم، كما تسعى إلى تخفيض التضخم والسيطرة عليه وكذا تشجيع الاستثمار.

---

(3) محمود محمد داغر، مصدر سبق ذكره، ص 103.

(1) عاطف وليم أندراوس، (2006): أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، ص 22.

(2) السيد متولي عبد القادر، مصدر سبق ذكره، ص 97 .

- **تشجيع القطاع الخاص:**

يتطلب قيام السوق المالي أن يكون اللاعب الأساس فيه هو القطاع الخاص، لتشجيع دوره في النشاط الاقتصادي، ويتحقق ذلك من خلال:

- توفر الأطر التشريعية والقانونية المناسبة التي تحفز هذا الدور.
- منح القطاع الخاص بعض المزايا الضريبية لتدعيم دوره في التنمية الاقتصادية.
- وجود عدد كاف من الشركات المساهمة.

- **وجود جهاز مصرفي متكامل وتوافر بنك مركزي كفء :**

يعتبر الجهاز المصرفي ومؤسساته الدعامة الأساسية لوجود سوق مالي، وذلك بصفته الوسيط المالي الأساس الذي يعمل على تعبئة المدخرات. ويحقق للسوق المالي الحجم المناسب من المدخرات.

- **وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفءة في الدولة:**

يتطلب قيام سوق مالية في دولة ما، وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفءة في هذه الدولة مثل: شركات التأمين، الشركات المالية، بنوك الاستثمار، شركات السمسرة وشركات إدارة المخاطر، والتي تقوم بدور الوسيط بين المتعاملين في الأسواق المالية.

- **القدرة على تحويل الموارد المتحصل عليها إلى استثمارات:**

يتحقق هذا المطلب من خلال توافر مجموعة كافية ومتنوعة من الأدوات المالية التي تناسب رغبات جميع المستثمرين، بالإضافة إلى تنمية الوعي الاستثماري وتهيئة السبيل أمام الاستثمار في الأوراق المالية .

- **توافر الشفافية وشبكة من الاتصالات.**

## 2-4- المتطلبات الكافية لقيام سوق الأوراق المالية :

يوجد ثلاث شروط مطلوبة لقيام السوق المالي وهي أدوات السوق ممثلة بأسهم وسندات الشركات المساهمة، وأنظمة التداول القائمة على وسطاء السوق والمتعاملين فيها، ثم أنظمة التقاص والتسوية.

## المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

لتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية نتطرق للعناصر التالية:

- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية.
- المتعاملون.
- الأوامر.

### 1- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية:

يشترط أن يتم التعامل في سوق الأوراق المالية داخل صالة للتعامل عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها، مع الإلتزام بوحدات التعامل ووحدات لتغير الأسعار كلما كان ذلك ضروريا، حيث تحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، وتتولى الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين. ويتكون نظام التشغيل في سوق الأوراق المالية مما يلي [1]:

**1-1- صالة التداول:** وهو المكان المخصص للتداول.

**1-2- الوسطاء المرخص لهم العمل في السوق:**

وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط شركة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

ويمثل الوسيط الفاعل الرئيسي في السوق، فهو أحد أهم العناصر التي بدونها لا يتم التعامل بالأوراق المالية، اذ يقوم بتقديم النصيحة للمستثمر ويساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوية، ويوضح له أفضل أوقات الشراء والبيع من خلال آرائه والرؤية المستقبلية للسوق ككل.

(1) بوكساني رشيد، مصدر سبق ذكره، ص 49-50.

ومن هنا يجب على الوسطاء أن يكونو على دراية تامة بما يحدث في السوق بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته، وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازناته من خلال التحصيل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال أسواق الأوراق المالية.

**1-3- طرق التداول بسوق الأوراق المالية:**

يتم التوصل إلى تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين التاليتين:

**1-3-1- طريقة المفاوضة:**

وفق هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار البيع أو أسعار الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من اعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

**1-3-2- طريقة المزايدة:**

في هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري، هذا ويتم الاعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والاستلام الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

**2- المتعاملون:**

يتدخل في سوق الأوراق المالية مجموعة من الأعوان الاقتصاديين، فالمتعاملون لهم وجهات نظر وأهداف مختلفة، ومن أبرز المتعاملين في هذه السوق:

**2-1- عارضو رؤوس الأموال:**

وهي فئة مقرضي الأموال في السوق الذي يرغبون في توظيف مدخراتهم أو فوائضهم النقدية بالإقراض المباشر أو بشراء الأوراق مقابل الحصول على أرباح أوعوائد[1]. وتتمثل في:

- العائلات (الأفراد)

(1) فيصل محمود الشواورة، مصدر سبق ذكره، ص61.

- المستثمرين التأسيسيين: هم الهيئات المالية التي يتجلى دورها في عملية تجميع المدخرات الآتية من مختلف القطاعات في الدولة، وتقوم بتوظيف هذه المدخرات في شكل أوراق مالية، ويعتبرون كذلك من أكبر المالكين للسيولة ومن أهم المتدخلين في البورصة. ومن بين أهم المستثمرين التأسيسيين نجد صناديق الضمان الإجتماعي، صناديق التقاعد، صناديق البطالة، شركات التأمين، صناديق الودائع والضمانات، وكذا هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية كشركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت، وشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير.
- المتعاملون الآخرون وأهمهم الجمعيات ذات الطابع غير الربحي، المؤسسات والبنوك [1].

**2-2- طالبو رؤوس الأموال:**

هم أولئك الذين لديهم نقص في السيولة لتمويل مشاريعهم واستثماراتهم، اذ يتمثل أبرزهم في سوق الأوراق المالية في[2]:

- الدولة والجماعات المحلية والمؤسسات العمومية، وذلك من خلال بيع سنداتها مباشرة في سوق الأوراق المالية، وتتميز هذه الطريقة بالسهولة إضافة إلى أنها تتيح للدولة بيع سنداتها في الغالب. كما أن الدولة لا تلجأ إلى طرح كل السندات المصدرة دفعة واحدة للبيع بل على دفعات على نحو لا يزيد من عرضها بشكل كبير فينجم عنه انخفاض في قيمتها.
- مؤسسات القرض وغالبا ما تتكون هذه المؤسسات من البنك المركزي والبنوك التجارية، وذلك من خلال اصدار السندات والقيام ببيعها بغية الحصول على السيولة اللازمة لتمويل خزينتها.
- المؤسسات الخاصة والمختلطة، اذ تقوم هذه الشركات بطلب الزيادة في رأسمالها الدائم بإصدار سندات أو أسهم حسب أسلوب التمويل المقترح.

---

(1) محمد براق، (1990): بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، ص13.
(2) محمد براق، المصدر نفسه، ص15.

بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد الوسطاء، وهم صناع السوق، ويمكن تقسيمهم إلى:

- السماسرة ووكلاء التبادل.
- صناديق الاستثمار.
- المحكمون والمراقبون: يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء السوق والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.

### 3- الأوامر:

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في السوق، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، فكل أمر يأتي من المستثمر لابد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر[1]. وتوجد عدة أنواع من أوامر التعامل في سوق الأوراق المالية التي يصدرها المستثمر للسمسار، وهذه الأوامر تختلف باختلاف هدف المستثمر وتوقعاته للأسعار، وبالتالي تتوقف كفاءة وفعالية تلك الأوامر على مدى صحة التوقعات، نذكر منها:

#### 3-1- أوامر السوق:

يقوم المتعامل بإعطاء أمر للسمسار ببيع أو شراء مقدار محدد من الأوراق المالية بالسعر السائد في السوق ويعتبر من الأوامر الأكثر استخداما وأسرعها تنفيذا. ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر سرعة وضمان التنفيذ، أما من أهم عيوبه أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ الأمر إلا عند اخطاره به، كما عليه قبول

---

1- شمعون شمعون، (1999): البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، ص 65.

السعر السائد في السوق. غير أنه في الأسواق التي تتمتع بالكفاءة العالية قد لا يكون لهذه العيوب وزن كبير لدى المستثمر، لأن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة، إلا أنه في حالة الأسهم غير النشطة أو التي تتميز بسرعة التقلب فإن التغيرات تكون كبيرة، مما يلحق خسائر للمستثمر الذي يستخدم هذا النوع من الأوامر[1].

### 3-2- الأوامر المحددة:

يطلب العميل من السمسار أن يبيع أو يشتري كمية معينة من الأوراق المالية بسعر محدد، فلا يتم تنفيذ الأمر إلا إذا تحقق هذا الشرط، ومن مساوئه أنه قد لا تتاح الفرصة لتنفيذ هذا الأمر بالرغم من الفوارق السعرية القليلة بين السعر المحدد والسعر السوقي، ويمكن أن يكون هذا الأمر يوميا أي يتم التعامل به خلال يوم واحد أو لعدة أيام، ويبطل هذا الأمر إذا لم يتم تنفيذه في الوقت المحدد، أو أن يكون الأمر ساري المفعول وغير محدود حتى يتم إلغاءه.

### 3-3- أوامر الإيقاف:

يتلقى السمسار من العميل تعليمات لبيع أوراق مالية عندما ينخفض سعرها عن حد معين، وهذا للحد من الخسائر في الأرباح أو الحد من الخسائر الرأسمالية، ويختلف عن الأمر المحدد من ناحية أنه يتضمن التنفيد عند حد معين يمكن أن يتعداه السعر صعودا أو نزولا، أما السعر المحدد فلا ينفذ إلا عند سعر معين [2].

1- منير ابراهيم هندي، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الاسكندرية، مصر، ص95.

2- بن اعمر بن حاسين، (2013): فعالية الأسواق المالية في الدول النامية –دراسة قياسية،أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، ص ص 45،46.

### 3-4- الأوامر المرتبطة بشرط:

يطلب صاحب الأمر من السمسار أن يشتري أوراقا مالية معينة بشرط أن يتنازل له عن أوراق مالية أخرى يحددها له مسبقا، والعكس صحيح في عملية التنازل، كما يمكن أن تكون الأوامر مشروطة بمبلغ أي أن لا تتجاوز الصفقة المعقودة قيمة المبلغ المعين مسبقا من قبل العميل [1].

## المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

لقد أثارت فكرة كفاءة الأسواق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، ويمثل محتواها التجريبي معالجة لدور المعلومات في تحقيق الكفاءة لسوق الأوراق المالية، فهي ترى أن جميع المعلومات المتاحة تعد أساسا في تسعير الأوراق المالية عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، ولأن المستثمرين يبحثون عن المعلومات نفسها فإن سعر السوق الجاري لأي أصل مالي يعكس المعلومات التي استخدمها المستثمرون للتقييم، وبالتالي لا يتوقع أن يحقق أحد المستفيدين من المعلومات عوائد استثنائية. فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

## المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

### 1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

يعتبر أول من جاء بفكرة كفاءة سوق الأوراق المالية هو الرياضي الفرنسي Louis Bachelier سنة 1900، حيث أظهر في نظريته "نظرية المضاربة" أنه في سوق الأوراق المالية لا يمكن للبائعين أو المشترين أن يحققوا أرباحا منتظمة، وأن الأسعار تتبع نموذج من الحركة العشوائية، وفي سنة 1965 أظهر الاقتصادي الشهير بول

---

1- شمعون شمعون، مصدر سبق ذكره، ص48.

ساميولسون Paul Samuelson في مقاله أن الأسعار المتوقعة بشكل صحيح تتقلب بشكل عشوائي [1].

ولتوضيح هذا المصطلح حاول العديد من الباحثين صياغة تعاريف لكفاءة سوق الأوراق المالية، ومن بين هؤلاء Francis, Beaver, Jensen والاقتصادي البارز Eugene Fama، هذا الأخير طرح مفهوما اتصف بالبساطة والوضوح، حيث يرى أن السوق الكفء هو السوق الذي تعكس فيه الأسعار بصورة دائمة وكاملة كل المعلومات المتاحة [2].

ويرى Beaver أن السوق يكون كفء بالنسبة لنظام معين من المعلومات، اذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام معرفة كاملة [3].

أما Jensen فيرى أن السوق الكفء تعكس فيه الأسعار المعلومات إلى الحد الذي تتعادل فيه الأرباح الإضافية (غير العادية) الناتجة عن استغلال المعلومات مع التكاليف الإضافية الناتجة عن استخدام هذه المعلومات، فهذا التعريف يأخذ بعين الاعتبار تكاليف المعاملات والنشاط [4].

ففي السوق الكفء يعكس سعر السهم كافة المعلومات المتاحة عنه سواء تمثلت تلك المعلومات بالقوائم المالية أو بمعلومات تبثها وسائل الإعلام أو بالسجل التاريخي لسعر السهم، أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة، أو غيرها من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم. لذا فإنه في ظل السوق

1 -Michel Albouy, (2005) : Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ?, Revue française de gestion, n° 157, Lavoisier, p170.

2- Eugene Fama , (1970) :Efficient capital market : A review of theory and empirical work, the journal of Finance, vol.25, No,2, New York, p 384 .

3- محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى وآخرون، (2007): الاستثمار في الأوراق المالية وادارة المخاطر،المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر، ص83.

4 - Michel Albouy, op cit, p170.

الكفء تكون القيمة السوقية للسهم عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية، والتي يتولد عنها عائد يعوض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار من مخاطر [1].

وبالتالي يمكن القول أن سوق الأوراق المالية الكفء هو السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في الأسعار للمعلومات المتاحة، فيصعب على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نظرا لتوفر المعلومات وانتشارها بسرعة بينهم.

**2- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية:** في السوق الكفء يميز بين نوعين من الكفاءة:

**2-1- الكفاءة الكاملة:**

ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول الى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يحدث تغيير فوري في السعر. ويعني ذلك أيضا عدم وجود فواصل زمنية بين حصول مستثمر وآخر على المعلومات الجديدة، ومن ثم لا يتاح لأي مستثمر فرصة لا تتاح لغيره [2].

ولكي يسمى مفهوم كفاءة السوق "بالكفاءة الكاملة"، يقتضي توفر الشروط التالية [3] :

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم دون شروط وبسهولة.

1- شقيري نوري موسى ووليد أحمد صافي، (2009): قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 19، ص 14.

2 - محمد الصيرفي، (2007): البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ص31.

3 - عصام حسين، مصدر سبق ذكره، ص32.

- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة وراء استغلال ثرواتهم.

بيد أنه في الواقع العملي قد تغيب شروط السوق الكاملة، اذ قد لا تتاح المعلومات بدون تكلفة فضلا على أنها قد لا تتاح بشكل متماثل بين الأطراف العاملة في السوق، الأمر الذي قد يعطي الأسبقية لبعض المستثمرين على البعض الآخر، وفي الواقع توجد تكاليف للمعاملات، كما توجد ضرائب تؤثر على تعاملات السوق، وقد تقف حائلا أمام اتمام المعاملات، ومن ناحية أخرى تتصف العديد من الأسواق العالمية بسيطرة عدد محدود من الشركات بشكل يمكنها من التأثير على الأسعار [1].

### 2-2- الكفاءة الاقتصادية:

يفترض في الكفاءة الاقتصادية للسوق أن المستثمر يسعى إلى تعظيم المنفعة من خلال الحصول على المعلومات التي تساعد في تحقيق هذا الهدف، اذ يتوقع مرور بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وانعكاسها على الأسعار، و يعني ذلك أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت، تتكفل بعدها قوى السوق بإعادة التوازن [2]. والشكل رقم (3) يعكس مفهوم الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، ويصور حركة الأسعار واستجابتها للمعلومات، حيث يمثل المنحنى والخط المتقطع ردود أفعال المستثمرين تجاه المعلومات الجيدة وغير الجيدة. حيث يتضح أنه في اليوم الذي تصل فيه معلومات جيدة إلى السوق بشأن الشركة المصدرة للسهم، وقدرت القيمة الحقيقية للسهم بـ33 دينار، فإذا كان السوق كفء بشكل كامل فإن سعر السهم سيرتفع من 30 إلى 33 دينار فورا في اليوم (0)،

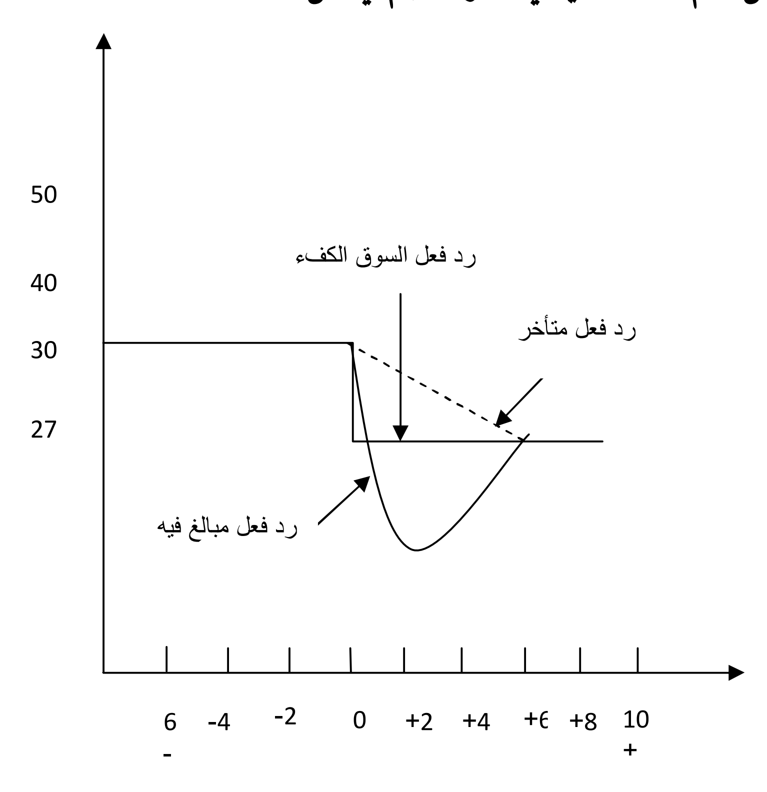
---

1 - عاطف وليم أندراوس، مصدر سبق ذكره، ص151.

2 - عاطف وليم أندراوس، المصدر نفسه، ص152.

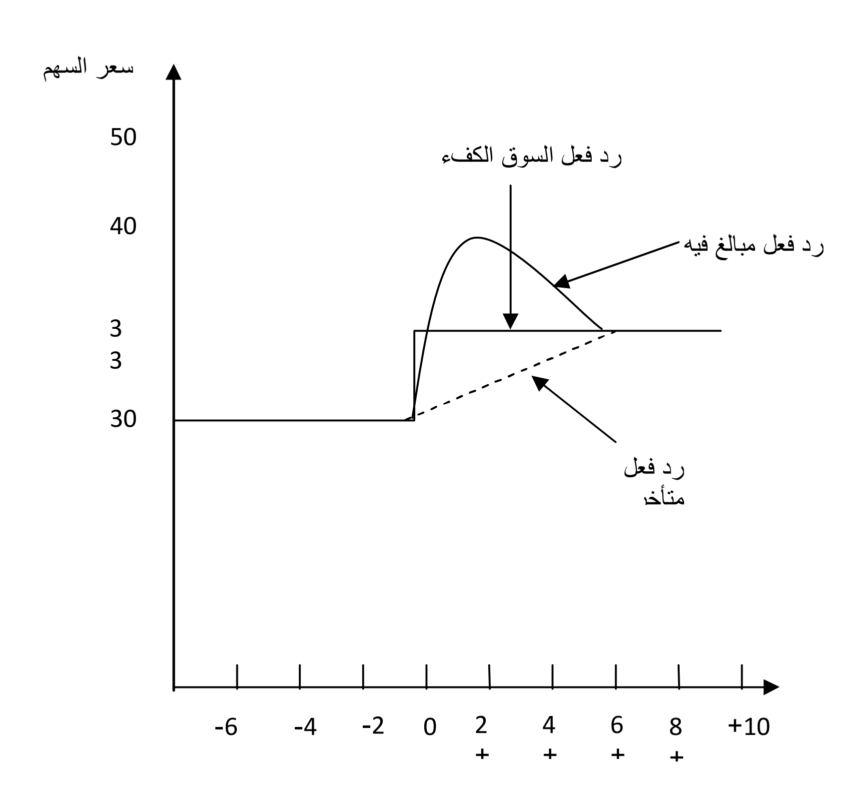
أما في ظل الكفاءة الاقتصادية، فإن المعلومات تحتاج إلى وقت لتحليلها وتفسيرها بهدف تسعير السهم، هذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول ا[illegible] م (0) إلى أن يرتفع السعر إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية[1]

**الشكل رقم (3): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية**




---

1- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مصدر سبق ذكره، ص136.




**الأيام قبل وبعد وصول المعلومات الجيدة**

المصدر: أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، 2004، ص137.

## 3- الفرق بين السوق الكفء والسوق غير الكفء:

يعتمد الاستثمار في الأوراق المالية وتنفيذ صفقات البيع والشراء بالدرجة الأولى على البيانات والمعلومات المتوفرة عن الشركة التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية، لأن المتعامل بالأوراق المالية لا يقوم بتنفيذ عمليات الشراء من خلال الزيارات الميدانية للشركات المصدرة للأسهم والوقوف على أعمالها وطبيعة أنشطتها، وإنما يعتمد على تحليل البيانات والمعلومات بصورة أساسية لكي يتخذ القرار، اذ أن عدم توفر البيانات والمعلومات بالدقة المطلوبة، أو عدم تكافؤ فرص الحصول عليها سيؤثر تأثيرا كبيرا على قرارات المستثمرين عند شراء الأوراق المالية. لذا فإن كفاءة السوق تعني استجابة الأسعار بسرعة وبدون تحيز للبيانات والمعلومات المتاحة للمتعاملين. أما عدم الكفاءة فتعني أن لا تستجيب الأسعار على وجه السرعة للمعلومات الجديدة وامتلاك قسم من المستثمرين لبعض المعلومات عن الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق وحجبها عن المستثمرين الآخرين، وهذه الفجوة تؤدي إلى آثار تنعكس بدورها على مقدار الأرباح وتفسح المجال لتحقيق أرباح غير عادلة فيه.

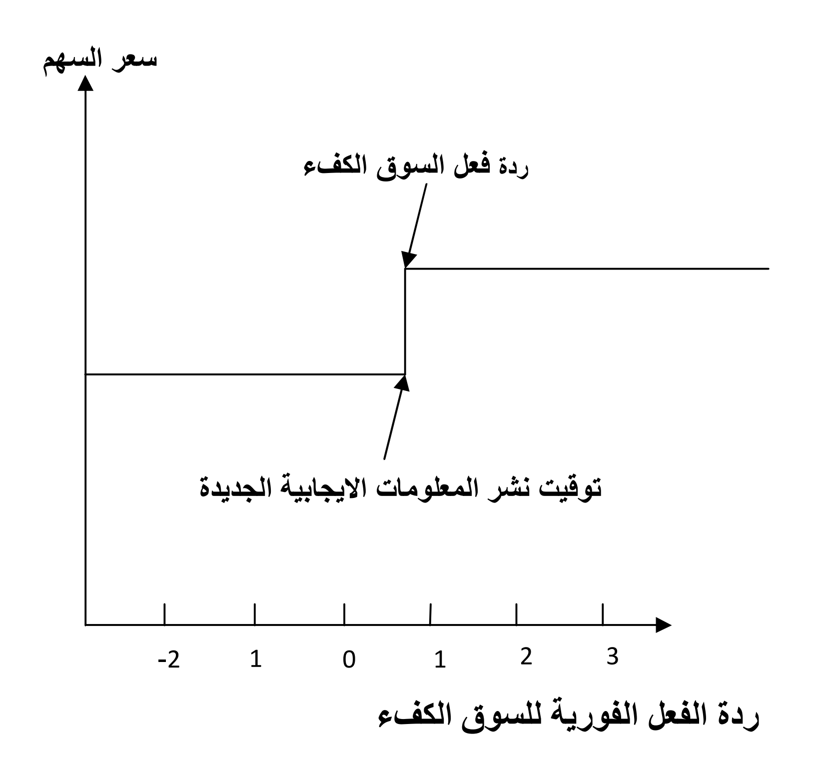
من خلال ما سبق نستنتج أن عدم كفاءة سوق الأوراق المالية تعود إلى عدة أسباب أهمها:

- عدم دقة البيانات والمعلومات المنشورة في السوق المالي وتأخير نشرها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين، وأن عدم الإفصاح عن بعض المتغيرات الأساسية يؤثر على اتخاذ القرارات الصائبة.
- تشجيع وتحفيز بعض الوسطاء لعملائهم على تنفيذ صفقات بيع وشراء الأوراق المالية دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى ومحاولة تفعيل المضاربات القائمة على التقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق، ويترتب عليه

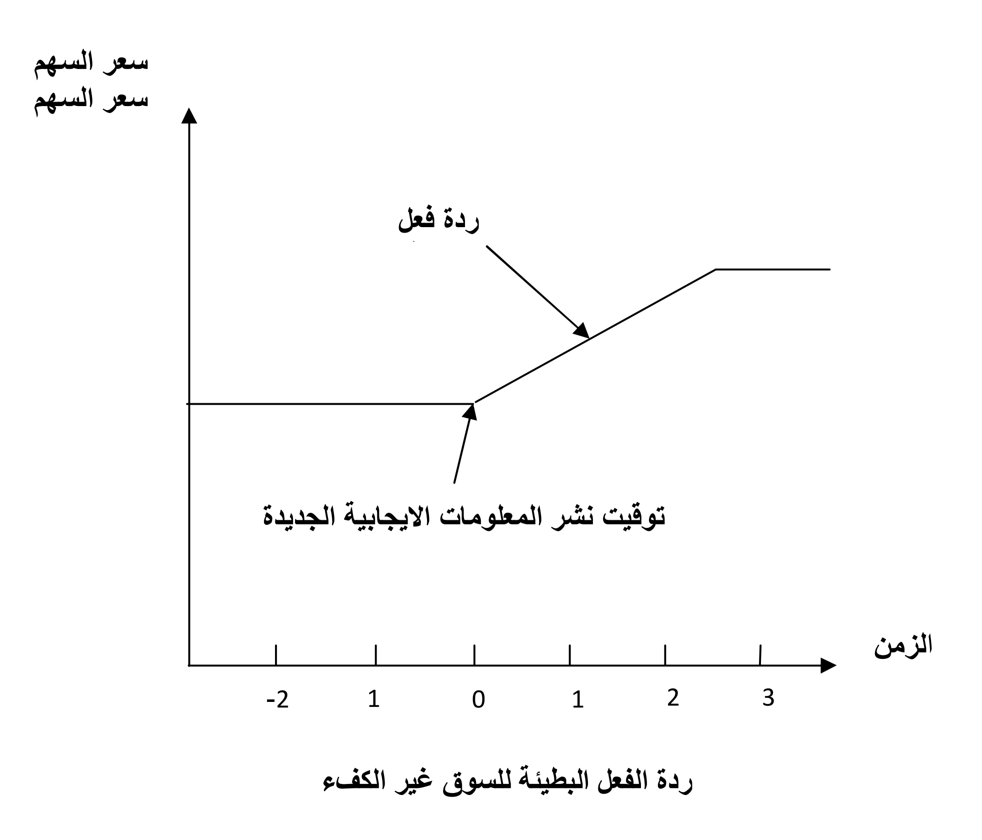
أيضا آثار اقتصادية واجتماعية تنعكس على سمعة السوق بل أحيانا على اقتصاد البلد ككل.

- انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في السوق المالي مما يؤدي إلى تخفيض حجم التداول بيعا وشراء والتأثير على سيولة السوق.
- انتشار ظاهرة المبادلات الداخلية، أي استفادة المدراء والتنفيذيين في بعض الشركات من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية [1]. ويوضح الشكل (4) الفرق بين السوق الكفء والسوق غير الكفء:

**الشكل رقم (4): ردة فعل السوق المالي اتجاه المعلومات المنشورة**




1- دريد كامل آل شبيب، مصدر سبق ذكره، ص 202-205.




ردة الفعل البطيئة للسوق غير الكفء

**Source**: Michèle Mollet, Georges Langlois, Finance d'entreprise : manuel et applications, 2010/2011, P76.

من الشكل نلاحظ أنه في ظل السوق الكفء، سعر السهم يعكس بشكل فوري المعلومات المنشورة الجديدة ولا يمكن لأي شخص أن يغتنم الفرصة للقيام بالمضاربة وتحقيق أرباح. أما في ظل السوق غير الكفء، فإن سعر السهم يأخذ بعض الوقت لكي يصل الى سعر التوازن الجديد حيث أن المضاربين سوف يستغلون هذا الوقت لتحقيق أرباح [1].

1 - Michèle Mollet, Georges Langlois, Finance d'entreprise : manuel et applications, Edition Foucher, 4e édition, 2010/2011, P76.

## المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

لكي يحقق سوق الأوراق المالية هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه السمات التالية:

- الكفاءة الداخلية.
- الكفاءة الخارجية.
- عدالة السوق.
- درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين.

**1- الكفاءة الداخلية:**

وهي الكفاءة ذات العلاقة بالنواحي التشغيلية (التنظيمية) في السوق، لذلك يطلق عليها مصطلح الكفاءة التشغيلية، وتتمثل في تحقيق النتائج أو انجاز العمل بأقل ما يمكن من الجهد والوقت والتكاليف، وتعرف على أنها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه [1]. والكفاءة الداخلية لها علاقة طردية مع سرعة تنفيذ العمليات وعكسية مع تكاليف تنفيذها من رسوم وعمولات وضرائب، فكلما ازدادت سرعة التنفيذ وانخفضت تكاليفه كانت السوق أكفأ داخليا [2]. ويجدر الإشارة إلى أنه ثمة أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات، أهمها:

- السماح للشركات أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي يؤدي الى تقوية المنافسة بين التجار والمتخصصين، ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه. وقد استخدم هذا الأسلوب لتحسين كفاءة التشغيل في الأسواق الأمريكية حيث صدر تشريع في أول مايو 1975 سمح بموجبه للشركات بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي أسهم في تقوية

---

1- شوقي بورقبة، (2010): دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (العدد 10)، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص138.
2- زياد رمضان، مروان شموط، مصدر سبق ذكره، ص 197.

المنافسة بين صناع السوق بشكل ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه مقابل خلق سوق للأوراق المالية.

- جعل عمولة الشراء محل للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط التداول في السوق.
- القرارات التي تتخذها الادارة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين العرض والطلب [1].

2- **الكفاءة الخارجية:**

يطلق على الكفاءة الخارجية كفاءة التسعير، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة –دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف عالية، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات [2].

وسواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالماضي أو الحاضر (تتوفر في وقت التقييم)، فإن سعر الأصل المالي في أي لحظة هو تقدير عادل لقيمته الحقيقية. ومن هذا المنطلق يطلق بعض المفكرين في مجال الفكر المالي مصطلح الكفاءة التخصيصية لهذا المطلب من متطلبات الكفاءة، لأنه انطلاقا من القيمة الحقيقية يتمكن السوق من توجيه الموارد للمجالات الأكثر ربحية، باعتبار أن القيمة الحقيقية للورقة المالية تعطي صورة عادلة لقيمة الشركة المصدرة لها [3].

إن تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتين مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط نذكر أهمها:

- أن يسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتعاملين ولهم حرية الدخول والخروج منه، وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.

---

1 - عاطف وليم أندراوس، مصدر سبق ذكره، ص 156.

2 - عبد الغفار حنفي، (2003): بورصة الأوراق المالية(أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، ص188.

3- شوقي بورقبة، مصدر سبق ذكره، ص 138.

- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع والشراء بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب.
- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة الى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل، والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف بـ "حركة الأسعار اليومية" الصادرة عن البورصة.
- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات.
- أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.
- أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية هيئة تعرف بـ "هيئة أو لجنة ادارة السوق" تتوفر فيها صفة الفاعلية، وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع القوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين [1].

**3- عدالة السوق:**

تعني اتاحة فرصة متساوية لجميع المتعاملين في السوق، سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية على نشر المعلومات واتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة، فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى ايقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل اعطاء فرص متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها [2].

---

1 - مفتاح صالح ومعارفي فريدة، (2010/2009): متطلبات كفاءة سوق رأس المال (دراسة لواقع الأسواق العربية سبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث (عدد 07)، جامعة ورقلة، ص 186.

2- بن عمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، (2012): كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (درسة حالة السعودية، عمان، تونس، المغرب)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية (العدد 02)، جامعة ورقلة، ص237.

4- **درجة الأمان و الانضباط بين المتعاملين:**

يقصد بها ضرورة توفر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، ومن أمثلتها: مخاطر الغش وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد اليها البعض ، إضافة إلى مخاطر افلاس السماسرة الذين يحتفظ لديهم بالأوراق المالية [1].

## المطلب الثالث: علاقة المعلومات بكفاءة سوق الأوراق المالية

تعتمد كفاءة سوق الأوراق المالية بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون في المعلومات المتاحة، حيث تعد هذه الأخيرة مادة القرار فإذا كانت عملية الإنتاج تتطلب المواد الأولية فإن مادة اتخاذ القرار هي البيانات والمعلومات التي يتحصل عليها متخذ القرار، ويتوقف القرار على مدى صحة المعلومات وتخزينها ووصولها في الأوقات المناسبة إلى مراكز اتخاذ القرار، ونظام المعلومات له علاقة ترابطية مع كفاءة سوق الأوراق المالية.

**1- كفاءة سوق الأوراق المالية ونظام المعلومات:**

في ظل السوق الكفء تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين، فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق، فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر. مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة ومن ثم يتم تجميعها وتحليلها للاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة. والمعلومة تمثل "مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها للمتعاملين، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد، وتتصف بالدقة، الملاءمة، وتوفرها في الوقت

1 - ضياء مجيد، (2003): البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، ص13.

المناسب، والشمول، والانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية، والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي".

أما نظام المعلومات فيعرف على أنه "مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفء أو التصرف الأحسن في وقت معين"، ويعتبر نظام المعلومات المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية، فالمعلومات المحاسبية يتم الاعتماد عليها في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق وكذلك تقييم البدائل [1].

لذلك واستنادا إلى مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن القول أن :

- كفاءة السوق تقاس بالنسبة لهيكل معلومات معين ولا تعبر عن مفهوم مطلق، وإنما الكفاءة في الواقع مفهوم نسبي مرتبط بنوعية المعلومات التي يمكن أو لا يمكن استخدامها للتنبؤ بالأسعار.
- أن العلاقة بين المعلومات وبين أسعار الأوراق المالية - وهو ما يعرف بمفهوم كفاءة السوق- تؤثر على طلب المستثمر على المعلومات كما تؤثر على سلوك المستثمر نفسه. فإذا شعر المستثمر أن السوق كفء سوف يلجأ إلى اتباع استراتيجية بسيطة لتشكيل محفظة الأوراق المالية وبالتالي سوف يقل طلبه على المعلومات، أما في حالة شعوره بعدم الكفاءة فقد يدفعه ذلك إلى البحث عن المعلومات وتحليلها أو الاستعانة بالآخرين (الوسطاء والمحللين الماليين)، وذلك في محاولة لتحقيق عوائد غير عادية.
- أن الهدف من دراسة كافة البيانات والمعلومات الخاصة بالسوق المالي هو التوصل إلى الأسهم ذات الخلل السعري، وذلك على أمل تحقيق إيرادات غير عادية كنتيجة لاختلاف القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقية، وسوف يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية فيرتفع

---

1- مفتاح صالح ومعارفي فريدة، مصدر سبق ذكره، ص183.

سعرها، وانخفاض الطلب على الأسهم المسعرة بأكبر من قيمتها الحقيقية وبالتالي تتجه الأسعار نحو التوازن.

معنى ذلك أن التحليل المالي يعد وسيلة هامة لتحقيق الكفاءة لأن أسعار جميع الأسهم لا تعكس القيم الحقيقية في جميع الأوقات، وبالتالي سوف تظهر من وقت لآخر فرص للاستفادة من تحليل المعلومات. ومع مرور الوقت وتزايد المعاملات سوف تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من قيمتها الحقيقية، وذلك بفضل التحليل المالي الذي يساعد على تقديم المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الرشيدة التي تساهم في النهاية في تخفيض التباين بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية [1].

## 2- دور المعلومات في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية:

توقف كفاءة سوق الأوراق المالية على مدى توفر المعلومات والبيانات وشفافيتها للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها، حيث تلعب المعلومات دورا هاما في أسواق المال، فهي تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة، لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وقد تبين مما سبق أن من أهم خصائص سوق الأوراق المالية الكفء أن يعكس أسعار توازن الأسهم، وهي الأسعار التي تجعل عائد السهم يتناسب مع درجة الخطر المرتبطة به، ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتماثلها بالنسبة لجميع المستثمرين وعلى فهم وتحليل وتفسير هذه المعلومات.

لذلك يمكن القول بأن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق المالي على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها، لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء

1- محمد صالح الحناوي، (2008): تحليل وتقييم الأسهم ، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص 134- 136.

المعلومات المنشورة. أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بالسوق المالي من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عليه زيادة حجم السوق، زيادة المتعاملين وزيادة حجم التعامل، ويؤدي ذلك في النهاية إلى تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، حيث أن الأسواق المالية التي تتميز بالكفاءة تساعد على رفع كفاءة مشروعات الأعمال وتنشيط الاقتصاد والتنمية [1].

وتشير المعلومات والبيانات المرتبطة بالسوق إلى هيكل متكامل أو نظام شامل للمعلومات يشمل التقارير الصحفية المتخصصة والإصدارات الخاصة بالصناعة والاقتصاد ككل وتنبؤات المحللين الماليين، لذلك فإن التقارير المالية التي تنشرها الشركات ليست هي المصدر الوحيد للمعلومات.

أما في الدول النامية فإن التقارير المالية والقوائم الختامية والميزانيات تمثل المصدر الرئيسي للحكم على الشركات وتقدير قيمة أسهمها تمهيدا للتعامل بها سواء شراء أو بيعا، لذلك يقع على إدارة المشروع عبء إعداد الحسابات للشركات والإفصاح عن المعلومات الملائمة والتي يمكن الاعتماد عليها بدرجة ثقة عالية واستخدامها للحكم على درجة نجاح المشروع في استغلال الموارد المتاحة الاستغلال الأمثل، كما يمكن استخدامها أيضا كمؤشر للأداء في المستقبل، أي أن توفير المعلومات الملائمة لجميع المتعاملين في السوق المالي يعتبر من العوامل الأساسية لنجاح إدارة المشروع في التعامل مع السوق.

وخلاصة ما سبق أن الكفاءة في سوق الأوراق المالية سوف تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالي السائد، حيث أن نجاح السوق يتوقف على الآتي:

1 - M.Angels de frutos, Carolina Manzano, Trade disclosure and price dispersion, Journal of finance Markets, Volume 8, May 2005, p 203.

- إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام، الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية ويمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
- توافر المعلومات التي تعكس المركز المالي للشركات التي تتداول أسهمها في السوق المالي بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي لها.
- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة الخطر المرتبطة بها لكي تلبي احتياجات المستثمرين [1].

### 3- أثر عدم تماثل المعلومات على سوق الأوراق المالية:

إن عدم تكافؤ الفرص في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر تأثيرا سلبيا على قرارات المستثمرين من ناحية وعلى كفاءة السوق المالي من ناحية أخرى، أي أن عدم تماثل المعلومات مثل امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يملكها الآخرون (مثل كبار العاملين في الشركات الذين يكتسبون معلومات معينة يتم حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية) يمكن أن يؤدي إلى آثار سلبية عديدة، فإذا شعر المستثمرون بعدم المساواة في المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة سوف يحجمون عن التعامل بها، وبالتالي ينخفض حجم العمليات في السوق ويتناقص حجمه نتيجة لتناقص عدد الأوراق المالية المباعة والمشتراة في فترة زمنية معينة. بالإضافة إلى ذلك فإن عدم تماثل المعلومات في السوق المالي يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق، أي أن توفر المعلومات بشكل غير عادل سوف يحول السوق المالي إلى سوق للمضاربة الغوغائية وهي مضاربة غير علمية تؤدي إلى تسعير خاطئ للأوراق المالية، مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفء

1 - محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى وآخرون، مصدر سبق ذكره، ص90.

للموارد المتاحة [1]. وهذا لا يعني أن فئة المحللين يحققون أرباح عالية بطرق غير قانونية، وإنما هي نتاج الخبرة والدراسة والتحليل الاستثماري الدقيق.

مما سبق نستخلص أن عدم كفاءة نظام المعلومات لأي سبب من الأسباب سوف يؤدي إلى عدم التكافؤ بين المتعاملين في السوق في الحصول على المعلومات والاستفادة منها والذي سيؤدي إلى إضعاف كفاءة السوق، فالعمل على نشر البيانات والمعلومات في الوقت غير المناسب سوف يؤدي بدوره إلى عدم كفاءة نظام المعلومات، وهنا قد تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات وتحقيق البعض لعوائد غير عادية.

وبالتالي يمكن القول أن غياب الشفافية في نشر المعلومات سيقلل من جودة المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشورة، وبالتالي لا يمكن للمستثمرين اتخاذ قرارات رشيدة، أي أن نظام المعلومات غير الكفء يجعل سوق الأوراق المالية غير كفء مما يؤدي إلى انصراف المدخرين عن توظيف أموالهم، وتجد الشركات صعوبات عديدة في الحصول على التمويل المناسب في هذا السوق.

## المبحث الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية وطرق قياسها

ترتبط كفاءة سوق الأوراق المالية أساسا بتوفر المعلومات المناسبة بسرعة وبدون تكلفة بالنسبة لجميع المتعاملين في السوق، حيث تتعلق فروض السوق الكفء بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة، لذلك قام (Fama1970) بتصنيف هذه المعلومات عند دراسته وترتيبه لمستويات قوة كفاءة سوق الأوراق المالية، كمايلي: [2]

1 - M.Angels de frutos, Carolina Manzano, op. Cit، p 191-192.

2- هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مصدر سبق ذكره، ص 141.

- المعلومات التاريخية عن الورقة المالية والشركة المصدرة لها؛ التي تتعلق بالماضي وتكون في متناول الجميع، مثل تقارير مجلس الإدارة، سلسلة تطور أسعار وعوائد أسهم تلك الشركات في فترات سابقة، وبصفة عامة عن الشركة في الماضي.
- المعلومات الحالية العامة؛ وتتمثل في تلك المعلومات المستقاة من القوائم والتقارير المالية التي تنشرها وتفصح عنها الشركة في الوقت الحالي، وطبيعة هذا النوع من المعلومات متاح لجميع المتعاملين في السوق.
- المعلومات الخاصة (المميزة)؛ ويمثل هذا النوع من المعلومات جميع أنواع التقارير والبيانات المرتبطة بالنشاط الداخلي للشركة التي تعد لأغراض التسيير وليست لأغراض النشر، حيث نجدها تتوفر لبعض الأفراد المستثمرين نتيجة تسريبات تصلهم من مسيري الشركة، أو قد يكون هؤلاء المستثمرين أعضاء ادارة داخل الشركة، أو أقرباؤهم أو المكاتب الكبرى للتحليل المالي والاستشارة في مجال الاستثمارات المالية.

## المطلب الأول: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

### 1- الصيغة الضعيفة Weak form :

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن سعر السهم في الماضي بالكامل، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم. ولقد استخدمت الدراسات الميدانية مداخل مختلفة لاختبار فرض الصيغة الضعيفة مثل : سلاسل الارتباط و قواعد التصفية، وكان الهدف من استخدام هذه النماذج الإحصائية هو تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار مثل دراسات (Reinganum 1983 ;Roll 1982). ولقد توصلت هذه الدراسات إلى تأكيد فرض السوق الكفء من الشكل الضعيف، مما يعني رفض الفكرة التي تقوم عليها

مدرسة التحليل الفني، والتي ترى أنه يمكن دراسة التغيرات في سعر السهم خلال فترة ماضية بهدف التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل [1].

وبمعنى آخر فإن السعر يتحدد كل يوم بيومه ولا دور لعنصر التنبؤ بالأسعار وأن هذه الأخيرة تسير بصورة عشوائية دون وجود مسار محدد لها، ولا يمكن للمستثمر أن يجني أرباح عالية اعتمادا على المعلومات التاريخية من خلال دراسة وتحليل اتجاهات الأسعار الماضية، وأن فرصة المستثمر في الحصول على الأرباح تكون بإحدى الطريقتين التاليتين :

- حصوله على معلومات خاصة غير منشورة وغير متاحة للمستثمرين الآخرين.
- تحليل البيانات المالية العامة المتاحة عن الشركة بكفاءة وخبرة تفوق كفاءة وخبرة المستثمرين الآخرين، وهنا يفسح المجال لعمل الخبراء والمستشارين الماليين، لأنهم أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات والاستفادة منها عند اتخاذ القرار وبالتالي تحقيق أرباح أكثر من غيرهم.

### 2- الصيغة شبه القوية Semi-strong form:

تفترض هذه الصيغة بأن الأسعار الحالية للورقة المالية المتداولة لا تعكس فقط المعلومات التاريخية لأسعار هذه الورقة بل تعكس أيضا كافة المعلومات العامة المنشورة [2]. وتتعلق هذه المعلومات بالاقتصاد الوطني أو بالقطاع الذي تنتمي إليه الشركة أو بالشركة نفسها، وخاصة ما يتعلق بالتقارير السنوية والبيانات المنشورة في القوائم المالية (الميزانية، جدول حساب النتائج، وقائمة التدفقات النقدية)، إن هذا المستوى يعني استجابة أسعار الأوراق المالية لما يتاح من معلومات في السوق المالي، بحيث لا يستطيع المستثمر أو المحلل المالي التنبؤ بسعر الأوراق المالية في السوق

1- محمد صالح الحناوي، (2008): تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية،الاسكندرية، مصر، ص 128 .

2- Michele Mollet, Georges Langlois, Finance d’entreprise : Manuel et application, EditionFoucher, 4eme édition, 2010, p 76.

مستقبلا، وكلما ارتفعت استجابة السوق لهذه المعلومات فإن ذلك دليل على ارتفاع كفاءة السوق بالمستوى شبه القوي [1].

تظهر أهمية الصيغة شبه القوية للكفاءة في أن من بين المعلومات التي تستجيب لها السوق تلك الناتجة عن مخرجات نظام المعلومات المحاسبي المزود الأساسي لعمليات تقييم الأسهم، والتي من بينها تلك المنطلقة من مدخل التحليل الأساسي الذي بموجبه عند هذا المستوى من الكفاءة يتم تحديد القيمة الحقيقية للسهم –عند دخول المعلومات للسوق- لجميع المتعاملين (تماثل المعلومات)، والتي على ضوئها يتم اتخاذ القرار وانعكاسها في سعر التوازن العادل، دون أن يفيد استعمال هذا التحليل في تحقيق أرباح غير عادية لمستثمر على حساب آخرين لم يستعملوا التحليل الأساسي [2].

مما سبق يمكن القول أنه في هذا المستوى لا يمكن تحقيق أرباح استثنائية من خلال دراسة وتحليل البيانات والمعلومات المتاحة، لأن هذه البيانات معكوسة في أسعار الأوراق المالية، وبالتالي فإن فرص المستثمرين في تحقيق أرباح استثنائية يكون عن طريق الحصول على معلومات غير منشورة (معلومات خاصة) [3].

### 3- الصيغة القوية Strong form :

وفقا لهذه الصيغة تستجيب الأسعار للمعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة، ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاحتكاره لهذه المعلومات وعدم تماثل وجودها مع الآخرين، وحينها يفترض أن يتعادل الطلب مع العرض وبالتالي يتحقق التوازن. إلا أنه ونظرا لاستحالة انتشار المعلومات المستقبلية بين الجميع فقد تستحوذ عليها فئة قليلة دون أخرى، لذلك فإنه

---

1- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري،مصدر سبق ذكره، ص 210 .

2- منير ابراهيم هندي، (1997): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، ص507.

3- قاسم نايف علوان، (2009): إدارة الاستثمار (بين النظرية و التطبيق)، دار الثقافة للنشر، عمان، الأردن، ص 164 .

من المستحيل تواجد مثل هذه الأسواق في الواقع العملي. ومن ذلك يتضح أن الأسواق سواء كانت من الصيغة الضعيفة أو نصف القوية أو درجة قوي فهي جميعها أسواق كفءة، إلا أن درجة كفاءتها تختلف باختلاف درجة المعلومات المتاحة التي تعكسها [1].

ولقد اهتمت الدراسات التي تهدف إلى اختبار الصيغة القوية بقياس العائد الذي حققه بعض المستثمرين والذين بإمكانهم الحصول على معلومات خاصة (أي غير متاحة للسوق ككل)، مثل المؤسسات المالية والمحللين الماليين وكبار العاملين في الشركة. اذ أظهرت بعض الدراسات (Cumby and Glen,1990) أن المؤسسات المالية الكبرى مثل صناديق الاستثمار لا تحقق عائدا غير عادي يفوق ذلك العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر الذي يقوم بتكوين محافظ أوراق مالية بطريقة عشوائية، أما بالنسبة للمتخصصين في مجال التحليل المالي فقد أظهرت بعض الدراسات قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية (Drzycimski &Reilly,1981)، كما توصلت دراسات أخرى إلى أن كبار العاملين بالشركة المصدرة للأوراق يحققون عادة عوائد غير عادية نتيجة للتعامل في الأوراق المالية (Born,1988 )، مما دفع الولايات المتحدة إلى إصدار قانون يعاقب العاملين الذين يستغلون البيانات الخاصة بشركاتهم لتحقيق الأرباح، وهكذا يبدو أن الدراسات السابقة لم تؤيد معظمها صيغة الكفاءة من الشكل القوي [2]. ويوضح الشكل(5) الصيغ الثلاثة الخاصة بدرجة كفاءة السوق:

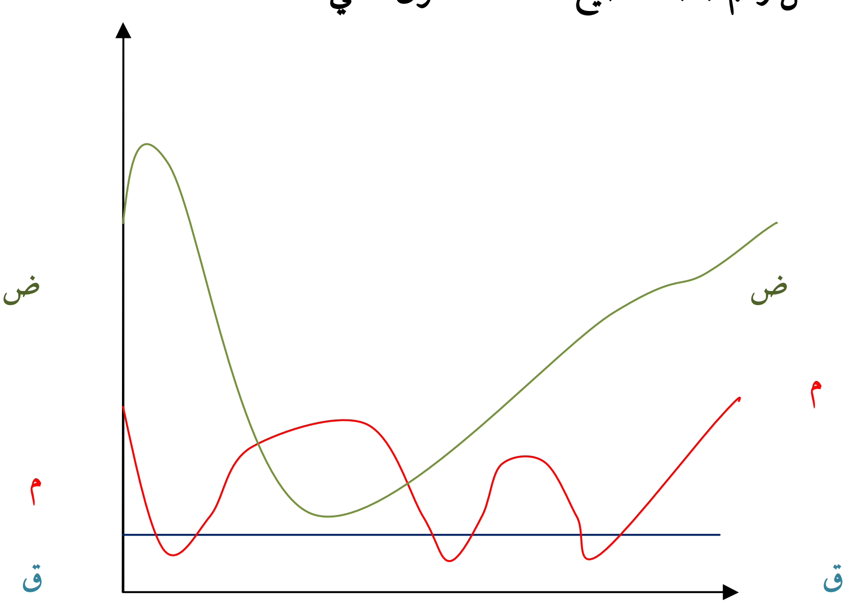
---

1- فيصل محمود الشواورة، مصدر سبق ذكره، ص 51 .

2- محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، مصدر سبق ذكره، ص 130 .



**شكل رقم (5): الصيغ المختلفة للسوق المالي الكفء**




المصدر: أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل و إدارة)، 2004، ص145.

- يمثل الخط (ق ق) السعر الحقيقي، يعكس الكفاءة التامة للسوق والتي تمثلها الصيغة القوية للكفاءة، حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة وبدون أية اختلافات.

- يمثل المنحنى (م م) الصيغة شبه القوية، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية صغيرة.

- يمثل المنحنى (ض ض ) الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية كبيرة.

## المطلب الثاني: الطرق المعتمدة في قياس صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

### 1- طرق قياس الصيغة الضعيفة:

تتنافى الكفاءة من الصيغة الضعيفة مع مدخل التحليل الفني، الذي يعتمد على تحليل المعلومات الماضية للتنبؤ بالأسعار المستقبيلة، لأن التغيرات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية بين مختلف الفترات مستقلة تماما عن بعضها البعض، مما لا يترك أي فرصة في استعمال المعلومات الماضية لكشف اتجاهات الأسعار للتنبؤ بالسعر المستقبلي. ولكشف مدى تحقق الصيغة الضعيفة للكفاءة نذكر الأساليب المعتمدة في قياسها على النحو الآتي:

### 1-1- سلاسل الارتباط [1].:

يستند هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل فقط، حيث أن المدى الطويل سوف يكشف في الغالب عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار ويرجع هذا الاختبار إلى EUGENE FAMA في الخمسينات، عندما قام باختبار معامل الارتباط لـ 30 سهما من داوجونز لفترة امتدت من يوم إلى 10 أيام. وقد وضح أن نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة. وعليه فإن الصيغة الضعيفة لسوق الأوراق المالية تفترض عدم وجود ترابط بين سعر السهم خلال فترة الدراسة، والتي يجب أن تكون فترة قصيرة (شهر على الأكثر). لأن وجود ترابط بين سعر السهم خلال هذه الفترة، معناه وجود اتجاه معين لسعر السهم. كما أن طول فترة الدراسة قد يؤدي إلى ظهور اتجاه معين لسعر السهم كذلك وهو ما ينفي نظرية الحركة العشوائية للأسعار( أي الصيغة الضعيفة). هذا ويعاب على أسلوب سلسلة الارتباط تأثرها بضخامة بعض

1- لطرش سميرة، (2010): كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم-دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، ص 98.

المفردات أي قيم التغير. كذلك إذا ما تجاهل المحلل حالات ثبات الأسعار نتيجة لعدم وجود تعامل على السهم في بعض الأحيان، فسوف يكون لذلك آثار غير محمودة على نتائج التحليل. لذا يوصى بتنقية البيانات قبل إجراء التحليل.

ويجدر الاشارة إلى أن اختبار السلاسل لابد أن يأخذ المدى القصير، لأن اهتمام المضاربين ينصب حول التنبؤ بالأسعار في فترات قصيرة لتحقيق فوائد تفوق نظراءهم الذين لا يقومون بمثل هذا التحليل في حالة نقص كفاءة السوق. وإذا ما أردنا التعمق أكثر في فرض الصيغة الضعيفة، فما علينا إلا التعرض بالدراسة للتحليل الفني، الذي يستخدم أدوات معينة تسمح لنا باتخاذ قرار الاستثمار المناسب.

### 1-2- قواعد التصفية:

لا يؤيد البعض مدخل تحليل الارتباط على اعتبار أنه أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون بديلا واقعيا لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، فالذين يؤمنون بهذه الصيغة عليهم أن يقدموا قواعد للمتاجرة أو التعامل تبنى على الحركة التاريخية للأسعار، ويمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد توقيت أوامر الشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له –بعد خصم تكلفة المعاملات– عائدا متميزا عن أقرانه الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد [1].

هذا ويطلق على هذه القواعد بقواعد التصفية، اذ توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية [2]:

- المجموعة الأولى تضم مجموعة من المؤشرات التي يمكن اعتمادها كأساس لاتخاذ قرار شراء أو بيع الأوراق المالية فمثلا ظهور اتجاه لارتفاع سعر السهم

1- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، (2000): أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص 219.
2- منير إبراهيم هندي، (1996): الفكر الحديث في مجال الاستثمار، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ص 55.

بنسبة معينة، سيشجع المستثمر على اتخاذ قرار الشراء، في حين أن ظهور اتجاه لانخفاض سعر السهم بنسبة معينة سيدفع بالمستثمر إلى اتخاذ قرار البيع.

- أما المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات الموسمية ومن بينها تلك التي تقضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار. ومنها كذلك ما يقضي بأن أسعار الأسهم تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة، وهو ما يسمى بتأثير التوقيت.
- ويمثل كل من المتوسط المتحرك والقوة النسبية لسعر السهم، المجموعة الثالثة والرابعة على التوالي لقواعد التصفية، وهي كلها مؤشرات تطرقنا إليها من خلال دراسة التحليل الفني، الذي تعكس مبادئه فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بصورة واضحة .

**1-3- اختبار الأنماط الطارئة**

يعتمد على الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار وذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات. كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغيير [1].

(+) تعني حركة سعرية زائدة

(-) تعني حركة سعرية بالنقص

(0) صفر تعني عدم وجود حركة

ما يميز هذا المدخل عن المدخلين السابقين (أي سلسلة الارتباط، وقواعد التصفية) هو أنه يمكّننا من قياس التغيرات الطارئة التي يمكن أن تظهر في السلسلة الزمنية لسعر السهم سواء كانت هذه التغيرات موجبة أو سالبة، معبرين عنها بالإشارة (+) في الحالة الأولى وبالإشارة (-) في الحالة الثانية، بينما نضع صفر في حالة عدم

1- إيهاب الدسوقي، (2000): اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ص46.

وجود أي تغير في الأسعار مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار المدة الزمنية التي يستغرقها كل تغير.

وتؤكد دراسات ميدانية عديدة استخدمت واحدا أو أكثر من المداخل الثلاثة (سلسلة الارتباط، قواعد التصفية، اختبار الأنماط الطارئة) على مصداقية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق .

هذا بالطبع لا يعكس تأييدا مطلقا، وإلا لما كان هناك وجود للفنيين الذين يكرسون جهودهم لاكتشاف أنماط في حركة أسعار الأسهم [1].

## 2- طرق قياس الصيغة شبه القوية:

في ظل هذا المستوى من الكفاءة يتوقع أن تستجيب الأسعار للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وكلما زادت سرعة الاستجابة كان ذلك مؤشرا على كفاءة السوق، وبالتالي فلن يتمكن أي مستثمر حتى ولو استرشد بالتحليل الأساسي من تحقيق عوائد مميزة عن التي يحققها مستثمر آخر يتبع استراتيجية الشراء والاحتفاظ، والتي لا تتطلب القيام بأي نوع من هذا التحليل [2].

وقد تم اختبار فرضية الصيغة شبه القوية من خلال دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المنشورة كالأرباح والتوزيعات، الإصدارات الجديدة، الإعلان عن اشتقاق الأسهم، الإعلان عن انتهاج أساليب محاسبية جديدة. وقد اختلفت نتائج الدراسات في اختبارها للكفاءة من المستوى شبه القوي، اذ أثبتت بعضها استجابة أسعار الأسهم على وجه السرعة للمعلومات المحاسبية المنشورة بما لا يتيح لأي مستثمر تحقيق عوائد غير عادية، اذ تعتبر هذه النتيجة بمثابة تأييد للصيغة

---

1- عبد الغفار حنفي، مصدر سبق ذكره، ص 221.
2- ايهاب الدسوقي، مصدر سبق ذكره، ص46.

شبه القوية. بينما كشفت دراسات أخرى أن الأسعار لا تعكس بسرعة تامة كافة المعلومات المتاحة، حيث يمضي وقت طويل ما بين وصول المعلومات وانعكاسها على سعر الورقة المالية، مما يعطي لبعض المستثمرين فرصة تحليل ودراسة هذه المعلومات ومن ثم تحقيق أرباح غير عادية، ويعد هذا الاستنتاج بمثابة رفض صريح لفرضية الكفاءة من المستوى شبه القوي [1].

وعموما يمكن القول أنه لاختبار الكفاءة من الصيغة شبه القوية على المستثمر استخدام التحليل الأساسي الذي يهتم بدراسة الظروف الاقتصادية العامة وظروف الشركة محل الدراسة، ومن هنا يجب على المستثمر الأخد بعين الاعتبار (رقم أعمال الشركة، النتيجة الصافية...)، وذلك للوصول إلى تقييم صحيح للشركة.

### 3- طرق قياس الصيغة القوية:

لقد كشفت الدراسات الميدانية عن صعوبة الجزم بأن السوق الكفء يكون على المستوى القوي، حتى في ظل المفهوم الاقتصادي للكفاءة. مثل هذه الرؤية لكفاءة السوق تحمل في طياتها تحديا لمتهني حرفة التحليل الأساسي للأوراق المالية وللمستثمرين خاصة المحترفين منهم، ونقصد بهم القائمين على شؤون محفظة مؤسسة مالية متخصصة في الاستثمار، وانطلاقا من قناعة أنه لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية لن يكون هناك مبرر لتغيير مكونات محفظة الأوراق المالية، لذلك يتم الاحتفاظ بالمكونات السابقة للمحفظة. وهو القرار الذي يندرج ضمن الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق، والمتمثلة في [2]:

---

1- محمد براق، مصدر سبق ذكره، ص 204.
2- لطرش سميرة، مصدر سبق ذكره، ص 153.

### 3-1- إستراتيجية الشراء والاحتفاظ:

وفق هذه الاستراتيجية يقوم المستثمر بالشراء عندما تتوفر لديه الأموال، ويقوم بالبيع عندما يرغب في الحصول على الأموال، وليس عليه انتظار المستقبل ليقوم بذلك أملا في تحقيق أرباح، لأن السوق الكفء لن يسمح له بتحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين. لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أن مخاطر وعوائد الورقة المالية تختلف من ورقة لأخرى تبعا لعدة عوامل، كالظروف الاقتصادية العامة، ظروف الشركة...الخ ، وعليه فإنه ليس هناك ما يمنع المستثمر من تغيير مكونات محفظته من فترة لأخرى تبعا لدرجة المخاطر التي يكون مستعدا لتحملها. ويضيف جونز أن على المستثمر- حتى في ظل هذه الإستراتيجية- أن يجري تغييرا في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر أو يدعوه لتحمل مخاطر أقل، أو إذا اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر.

كذلك فقد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة، لترتفع قيمتها النسبية بشكل قد يؤدي إلى ارتفاع مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخطط له، بحيث يصبح إعادة تشكيل مكونات المحفظة مسألة لا مفر منها.

### 3-2- إستراتيجية صناديق المؤشرات:

حسب هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر ببناء محفظة مماثلة لأحد مؤشرات السوق وبنفس نسبة الأسهم لكل شركة داخل المؤشر. وبالطبع يمكن للمستثمر أن يريح نفسه كلية، وذلك بأن يشتري وثائق استثمار صناديق مؤشرات أي شراء صناديق استثمار تماثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر. في هذه الحالة سوف يضمن المستثمر حصوله على عائد يماثل متوسط عوائد الأسهم المتداولة في السوق، دون أن

ينطوي ذلك على تحمله مخاطر أكبر، طالما أن حركة المؤشر تعكس حركات أسعار الأسهم المتداولة في السوق [1].

## المطلب الثالث: عوائق تطبيق نموذج السوق الكفء والآليات المقترحة لتعزيز الكفاءة

### 1- عوائق تطبيق نموذج السوق الكفء :

توجد عدة عوامل تعيق تطبيق نموذج السوق المالي الكفء، ومن بينها ما يلي [2]:

- **تأثير سعة الإنتاج Production-Scale effect :**

إن بعض الشركات الصغيرة قد تحقق ولفترات طويلة عوائد عالية نسبيا مما يخلق أحيانا اختلالا في توازن المحفظة الاستثمارية، والذي قد يمتد إلى كامل السوق. حيث تعتبر تكاليف المعلومات الخاصة بتقييم هذه الشركات عالية، فيكون من الصعب اعداد قياسات ملائمة لمخاطر أدوات هذه الشركات.

- **تأثير التضليل الإعلامي Misguided Information Effect :**

يظهر هذا التأثير بين فترة وأخرى في أكبر الأسواق المالية الدولية، وذلك عندما يجري تضخيم أرقام المبيعات والأرباح ومن ثم يكتشف المستثمرون بأنهم وقعوا في خدعة مالية، مما يتسبب في انهيار ثقتهم في الشركات المعنية ومن ثم بالسوق ككل.

---

1- منير ابراهيم هندي، مصدر سبق ذكره، ص 421.

2- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مصدر سبق ذكره، ص 82-83 .

- **تأثير حساسية السعر :**

إن حساسية المستثمرين تجاه تغييرات الأسعار والتي يمكن تحديدها من خلال معدلات التغير تكشف عن مدى سرعة وشدة وإيجابية ردود الأفعال. وهذا ما يرتبط بالمؤثرات السلوكية والظروف المحيطة بهذه المؤثرات. فمثلا عند انخفاض إيرادات شركة ما فإن المعلومات المتعلقة بهذا الانخفاض قد تؤدي إلى ردود أفعال المستثمرين بشدة أكبر، مما يؤدي إلى انخفاض كبير في أسعار أسهم الشركة المعنية.

- **تأثير ضعف التقدير Underestimation effect :**

إن المعدلات الكامنة للعوائد أو المخاطر تجعل التقديرات عند مستويات أدنى، وبالتالي تشهد الأسواق غالبا تقلبات للأسعار بمعدلات أكبر من تلك التي يجري التنبؤ بها.

- **تأثير فترات زمنية معينة Certain Period Effect :**

هناك فترات معينة خلال السنة تشهد اتجاهات محددة لتقلبات الأسعار، كما هو الحال بالنسبة لما يعرف بتأثير شهر ديسمبر في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث ترتفع أسعار الأسهم في هذا الشهر مما يجعل المستثمرين يقومون ببيع أسهمهم قبل نهاية العام، وذلك قبل أن يتحملوا الضرائب المفروضة على عوائد حصصهم. ومع بداية السنة الجديدة يعملون على إعادة شراء الأسهم فترتفع أسعارها. علما أن تأثير شهر ديسمبر في السنوات الأخيرة قد قل كثيرا بالنسبة للشركات الكبيرة.

### 2- **الآليات المقترحة لتعزيز الكفاءة:**

من واقع سوق الأوراق المالية وما يواجهها من عوائق تحول دون قدرتها على استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أوعية استثمارية مربحة ذات كفاءة عالية، نقدم مجموعة من الآليات التي من شأنها أن ترفع من مستوى كفاءة هذه الأسواق:

- **تعزيز الدور الرقابي للسوق:** وذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن ادارة البورصة التي يجري التداول فيها، والعمل على استكمال الاطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة، كقانون الشركات، قانون السوق، قانون الاستثمار، والقوانين العامة ذات التأثير المباشر على السوق.
- **تعزيز الشفافية والافصاح:** بإصدار نشرة يومية،أسبوعية، شهرية، وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الادارة، ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، وابرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات بصورة آنية، كذلك من الضروري على الأسواق القيام بنشر بياناتها على شبكة الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية من خلال:

- النشر في الصحف واسعة الانتشار مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك.
- تشجيع انشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها.
- تشجيع الشركات على انشاء مراكز للمعلومات بها.
- الزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداءها، وحتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية.

- **تعميق الوعي الاستثماري**: بتشجيع صغار المدخرين على الادخار طويل الأجل، وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار ومزاياها، وهو ما يتطلب ضرورة تطوير الاعلام الاستثماري.
- **تشجيع الاستثمار الأجنبي**: بإدخال تعديلات على قوانين الاستثمار وفتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وازالة العوائق التي تحول دون دخولها.
- **تعديل الأنظمة الضريبية**: أو إلغاء بعض منها كالضرائب على العوائد الجارية، والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية بهدف تشجيع التعاملات المالية.
- **مكننة أنظمة التداول**: باستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل التداول، وزيادة الشفافية والأمان [1].

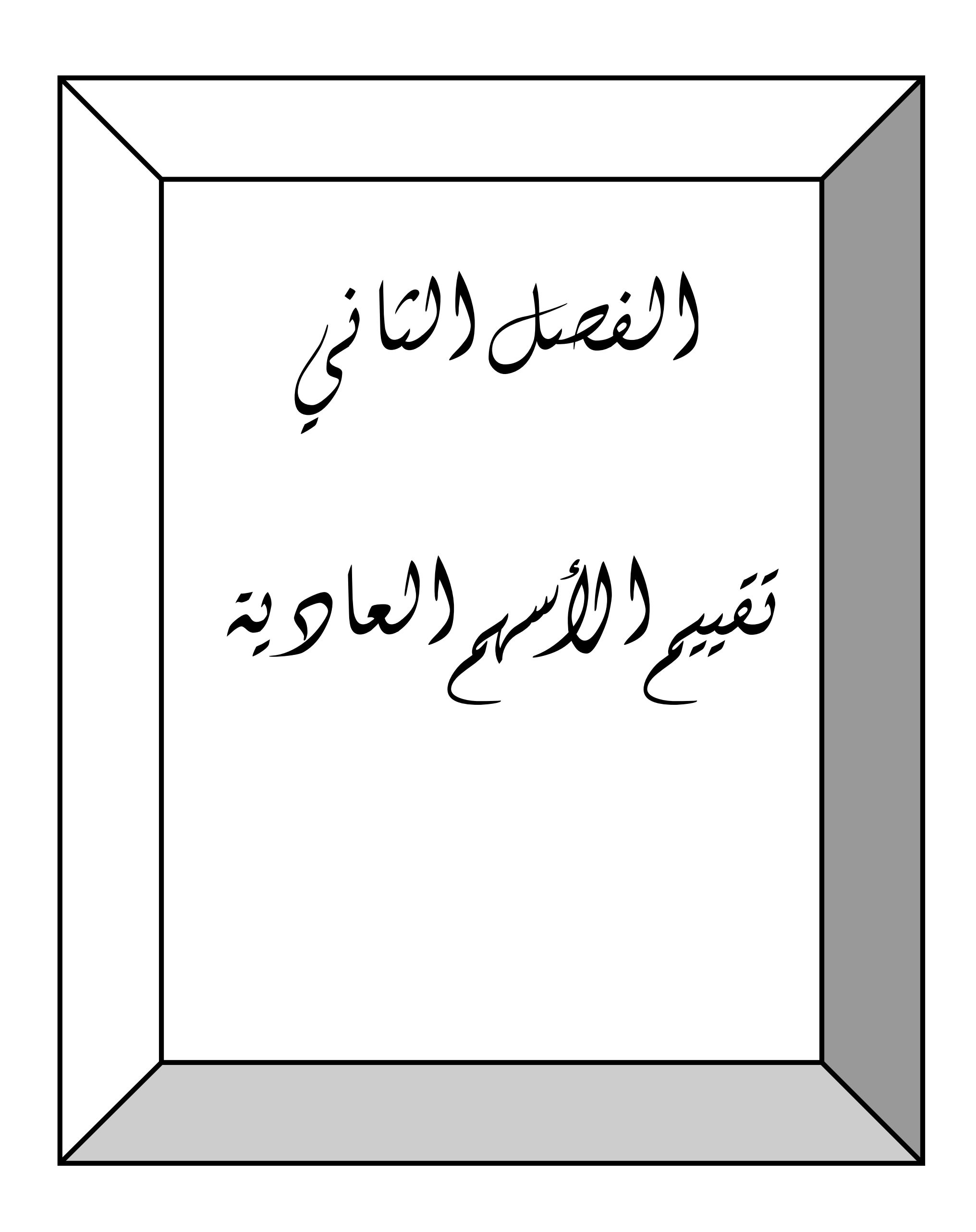
1- مفتاح صالح و معارفي فريدة، مصدر سبق ذكره، ص192.

## خلاصة:

تعد الأسواق المالية من أهم الأسواق نظرا لأهميتها الاقتصادية، وتتحدد كفاءتها استنادا للمعلومات ومدى انعكاسها على أسعار الأوراق المالية بشكل كامل، حيث يتوقع في ظل السوق الكفء أن يتحقق التخصيص الفعال للموارد، غير أن ذلك يتطلب توفر متطلبات أساسية وهي كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، عدالة السوق، ودرجة الأمان والانضباط بين المتعاملين، ولكفاءة السوق ثلاث صيغ رئيسية هي : الكفاءة الضيفة، الكفاءة شبه القوة، والكفاءة القوية.

ويجدر الإشارة إلى أن هناك عدم إجماع على تحقق الكفاءة في شكلها المتوسط والقوي بشكل مطلق، مما يبين أهمية ومكانة من يعتمدون على التحليل الأساسي للأوراق المالية، من خلال اكتشاف الأوراق المالية التي فشل السوق في تسعيرها بقيمتها الحقيقية، مما يسمح لهم بتحقيق أرباح غير عادية. كما أن هناك شبه اتفاق على تحقق الكفاءة في صيغتها الضعيفة، مما لا يستدعي استعمال التحليل الفني المبني على التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بناء على التطورات الماضية في السعر والكميات المتداولة.

اذ تلعب المعلومات دورا هاما من حيث تواجدها وفرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها في تحقيق الكفاءة لهذه الأسواق، إلا أن دقة المعلومات تبقى مرتبطة بمدى شفافية نشر البيانات لكافة المتعاملين، اذ يقوم المستثمر المالي بتحليلها واتخاذ القرارات المناسبة. فكفاءة هذا النظام المبني على التقييم بناء على المعلومات المتوفرة تتمثل في الوصول إلى القيمة الحقيقية للأوراق المالية.



الفصل الثاني
تقييم الأسهم العادية

## تمهيد:

تتباين أهداف المستثمرين الماليين من وراء استثمارهم في الأوراق المالية، إلا أن الهدف العام والمرتبط بطبيعة الاستثمار أيا كان نوعه هو المتعلق بتعظيم المكاسب والمنافع من وراء ذلك، من خلال زيادة قيمة ومردودية تلك الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي بالتبعية إلى زيادة ثروتهم، ولتحقيق ذلك لابد من توفر أدوات تساعد المستثمر في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية.

وتعتبر عملية تقييم الأسهم العادية من التحديات التي تواجه الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية، كون أن مهمة تقييمها تنصب على تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن يحصل عليها حملة الأسهم، وتوصف هذه التدفقات بصعوبة تحديد حجمها وتوقيت الحصول عليها، لذلك يستخدم معظم محللي الأوراق المالية نماذج لأغراض تحديد القيمة الحقيقية للسهم. ومن ثم يصبح تبني تحليل الأوراق المالية المرتكز على العوامل الأساسية وبدرجة أكبر وأشمل على نماذج التقييم أمرا ضروريا لذلك، حيث أن ابتعاد المتعاملين في السوق عن قواعد التقييم من شأنه أن يؤدي لاتخاذ قرارات استثمارية غير رشيدة، مما يؤدي إلى انخفاض كفاءة السوق وارتفاع درجة الخطر النظامي، ما يترتب عنه ارتفاع في معدل العائد المطلوب وانخفاض جاذبية السوق للاستثمار فيه.

وسنحاول في هذا الفصل تناول تقييم الأسهم العادية من خلال عرض ماهية الأسهم العادية والقيمة، محددات القيمة السوقية للأسهم العادية في المبحث الأول. والمداخل المستخدمة في تحليل الأسهم بالتطرق لكل من التحليلين الفني والأساسي في المبحث الثاني. أما المبحث الثالث فيتضمن مختلف نماذج تقييم الأسهم العادية بدءا بنموذج خصم توزيعات الأرباح، نموذج مضاعف الربحية، بالإضافة إلى عدة نماذج بديلة أخرى.

## المبحـث الأول: الأسهـم العـاديـة

تعتبر الأسهم من أكثر الأوراق المالية شيوعا وتداولا في السوق المالي، اذ تمثل مصدر تمويل طويل الأجل، فهي لا ترتب على الشركة المصدرة لها أي نوع من الالتزامات كما هو الحال بالنسبة للسندات، فالمساهم لا يحصل على نصيبه من التوزيعات إلا اذا تحققت أرباح وتقرر توزيعها، وهناك أنواع عديدة للأسهم إلا أن الدراسة ستتناول الأسهم العادية.

### المطلب الأول: ماهية الأسهم العادية

#### 1- مفهوم السهم العادي :

يعرف السهم العادي بأنه جزء من رأس مال الشركة، وهو يمثل حق المساهم ممثلا بالنقود لتحديد مسؤوليته ونصيبه من الربح، وعادة ما يكون رأس مال الشركة المساهمة مقسما إلى أجزاء متساوية يسمى كل منها سهما [1].

كما يعتبر السهم العادي أيضا بأنه أداة ملكية ذو صفة مالية قابل للتداول، لحامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم [2].

#### 2- خصائص الأسهم العادية:

تتميز الأسهم العادية بخصائص عديدة أهمها:

1- طاهر حيدر حردان، (1997): مبادئ الاستثمارات، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 19.
2 - أرشد فؤاد التميمي، (2010): الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، الطبعة العربية، دار اليازوري، عمان، الأردن، ص 154.

- قابليتها للتداول بالطرق التجارية، كالمناولة من يد الى أخرى كما هو الحال بالنسبة للأسهم لحاملها، أو بالقيد في سجل الشركة كالأسهم الإسمية، أو عن طريق عملية التظهير كالأسهم لأمر.
- تعد مخزنا للقيمة لكون قيمتها تتزايد مع تزايد نجاح الشركة المصدرة لهذه الأسهم.
- الأسهم العادية متساوية القيمة ولا يجوز اصدار أسهم بقيم مختلفة.
- يعد السهم العادي أداة ملكية وليس أداة اقتراض.
- إن عائد السهم السنوي يتحدد بمدى تحقيق الأرباح وقرار التوزيع على المساهمين الذي يتخذ من قبل الهيئة العامة.
- يمارس المساهم دور انتخاب الممثلين والرقابة على الإدارة التنفيذية بحدود عدد الأسهم التي يملكها.
- يحصل حامل السهم العادي على حقوقه المالية من الدخل أو الموجودات بعد الوفاء بكافة الإلتزامات المترتبة على الشركة.
- تتحكم في القيمة السوقية للسهم العادي قوى العرض والطلب، فهي بالتالي عرضة للتقلبات السعرية [1].

### 3- الآثار المترتبة عن التمويل بالأسهم العادية:

تتميز عملية التمويل عن طريق الأسهم العادية بالعديد من المزايا بالنسبة للشركة المصدرة، ورغم المزايا إلا أن هذا التمويل لا يخلو من العيوب، وتتمثل أهم الآثار على الشركة فيما يلي:

1- فيصل محمود الشواورة، مصدر سبق ذكره، ص 80.

### 3-1- مزايا التمويل عن طريق الأسهم العادية:

- الشركة المصدرة للأسهم العادية ليست مجبرة قانونا بإجراء توزيعات على المساهمين بشكل دوري، إذ ترتبط عملية توزيع الأرباح بتحقيق الشركة لنتائج إيجابية، وكذلك بسياسة الأرباح التي تحددها الجمعية العامة. هذا ما يجعل الشركة التي تلجأ إلى التمويل عن طريق الأسهم العادية تتعرض إلى مخاطر مالية أقل من تلك التي تلجأ إلى التمويل عن طريق أسهم ممتازة أو سندات، والتي تكون مجبرة لدفع أقساط الفائدة بشكل دوري وإلا يتم الاعلان عن افلاسها.
- الأسهم العادية مصدر تمويلي دائم للشركة، حيث لا يحق لحاملها استرجاع قيمتها من مصدرها.
- تنخفض نسبة الرفع المالي للشركة نتيجة لإصدارها مزيدا من الأسهم العادية، هذا ما يؤدي إلى الرفع من قيمتها الإقتراضية.
- تعتبر الأسهم العادية من أنسب مصادر التمويل لحيازة الأصول الثابتة [1].

### 3-2- مساوئ التمويل عن طريق الأسهم العادية:

إلى جانب الميزات السابقة يعتري التمويل بالأسهم العادية بعض العيوب أهمها:

- يؤدي التمويل بإصدار الأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية، وينعكس ذلك على ادارة الشركة، وأحيانا السيطرة على قرارات مجلس الإدارة، واحتمال تغيير طريقة ادارة الشركة بما يتلاءم مع توجهات الأعضاء الجدد، وذلك في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال.

---

1- عاطف وليم أندراوس، (2006): التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ص376.

- عدم تخفيض العبء الضريبي على الشركة عند استخدام التمويل بإصدار الأسهم، ذلك أن الأرباح الموزعة لا تضاف إلى مصاريف الشركة عند تقدير الدخل الخاضع للضريبة، أي لا يمكن خصم الأرباح الموزعة من الضريبة.

- إن اصدار الأسهم العادية والاكتتاب فيها بواسطة المؤسسات المالية يكون مقابل عمولات ومصاريف تتحملها الشركة المصدرة.

- إن ارتفاع نسبة مساهمة حق الملكية في هيكل رأس المال قد يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال، وبالتالي انخفاض العائد على رأس المال [1].

أما من وجهة نظر المستثمر، فمن أبرز عيوب الأسهم العادية أن حاملها ليس له الحق في المطالبة بالتوزيعات اذا حققت الشركة أرباحا ولم تقرر توزيعها، أو في حالة عدم تحقيقها لأرباح.

**4- تصنيف الأسهم العادية :**

يمكن تصنيف الأسهم العادية حسب طريقة تداولها وطبيعة الاستثمار فيها كما يلي :

**4-1- من حيث طريقة تداولها :**

تصنف الأسهم العادية من حيث تداولها في سوق الأوراق المالية إلى [2]:

1- دريد كامل آل شبيب، (2007): مقدمة في الادارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان، الأردن، ص 205-206.
2- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مصدر سبق ذكره، ص 245-246.

### 4-1-1- السهم لحامله :

يكون السهم لحامله عند اصداره بشهادة لا تحمل اسم صاحبه أو مالكه، والهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول في سوق الأوراق المالية، اذ تنتقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه شهادة السهم.

### 4-1-2- السهم الاسمي :

يتم اصدار هذا النوع من الأسهم بإسم مالكها الذي يثبت على الشهادة، بالإضافة إلى تسجيل اسمه بسجلات الشركة، ولذلك عند انتقال ملكية السهم من مستثمر إلى آخر يجب تسجيل هذا الانتقال بسجل المساهمين في الشركة المصدرة.

### 4-1-3- السهم الإذني أو لأمر :

في هذا النوع من الأسهم يتم ذكر اسم مالكه في شهادة الاصدار مقترنا بشرط الأمر، والمقصود بذلك أن يتم انتقال الملكية بواسطة تظهير الشهادة دون الحاجة للرجوع للشركة المصدرة.

## 4-2- من حيث طبيعة الاستثمار :

تصنف الأسهم العادية من حيث طبيعة الاستثمار إلى:

### 4-2-1- الأسهم الناجحة Blue Chip Stocks :

تصدر هذه الأسهم عادة شركات رائدة في صناعتها، وكثيرا ما تضع المؤشرات التي تقيم بها الشركات الأخرى، وتتسم بكفاءة الادارة وتقديم منتجات مختلفة ذات جودة عالية ومميزة، كما تمتاز بسعرها المرتفع وبعائد مقسومها المنخفض وبالقدرة على دفع مقسوم مستقر لسنوات الأداء الجيد والسيئ لمدة طويلة، اذ تعد

استثمارات جاذبة خاصة للمستثمرين الباحثين عن عوائد مستقرة وقابلة للتنبؤ، تباع بمضاعف أرباح عال ولها (بيتا) مقاربة للواحد، ويُنصح المستثمر بالبحث عن الانخفاضات الحادة والكبيرة في أداء السوق لشراءها، لأن أسعارها ترتفع وتستعيد الخسائر.

## 4-2-2- أسهم المضاربة Speculative Stocks :

تشترى أسهم المضاربة على أمل تزايد أسعارها مستقبلا، وبدلا من استناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية الخاصة بالشركة فإن مشتري هذا السهم يراهن على أن ما قد يستجد من معلومات سوف يؤثر ايجابا على نمو الشركة ويزيد من سعر السهم، وتميل قيم هذه الأسهم ومضاعفات أرباحها للتقلب كثيرا عند استلام معلومات جديدة تتعلق بمستقبل الشركة، وتكون (بيتا) هذه الأسهم دائما أكبر من الواحد، لذلك على المستثمرين فيها التهيؤ لاحتمال تحقق خسائر، ولا يُنتظر تحقق الأرباح على الدوام [1].

## 4-2-3- أسهم النمو Growth Stocks :

هي أسهم شركات تنمو مبيعاتها وعوائدها بسرعة تفوق نسبة نمو الاقتصاد، حيث تقوم هذه الشركات باستثمار كل أرباحها في عملية دفع نموها ولا توزع الأرباح لاستخدامها في تمويل توسعاتها، فبالرغم من أن هذه الشركات لا توزع أرباحها إلا نادرا فقيمتها ترتفع مع الزمن بشكل كبير، وهذه الزيادة في القيمة تعوض المساهم أحيانا أضعاف ما فاته من توزيعات الأرباح [2].

1 - محمد علي ابراهيم العامري، (2010): الادارة المالية المتقدمة، دار اثراء، الأردن، ص 474-475.
2 - محمد أحمد عبد النبي، مصدر سبق ذكره، ص 61.

### 4-2-4- أسهم الدخل Income Stocks :

هي تلك الأسهم التي تتميز بتوزيع الأرباح بصورة مستمرة مقارنة بالشركات الأخرى، فطبيعة هذه الأسهم هي استمرارية حصول حاملها على الايرادات الجارية من توزيع الأرباح بمعدل أكبر من متوسط السوق، ويفضلها المستثمرون الراغبون في الحصول على دخل نقدي جاري، والمستثمر المحافظ مثل : فئة المتقاعدين، صناديق الادخار، وحدات الضمان، وحدات التقاعد، اذ أن هذه الشرائح من المستثمرين تحتاج إلى سيولة نقدية مستمرة لتحقيق أهدافها.

### 5-2-4- الأسهم الدورية Cyclical Stocks :

تتميز هذه الأسهم بارتفاع درجة العلاقة بين أرباحها وايراداتها والدورات الاقتصادية من رواج وكساد التي يمر بها الاقتصاد وتقلبات الظروف فيه، فعندما يكون رواج ويرافقه نمو اقتصادي فإن هذه الأسهم تحقق ربح، أما عند الركود تحقق خسارة، ومن أمثلة ذلك شركات صناعة مواد البناء والسيارات.

### 6-2-4- الأسهم الدفاعية :

تتميز الأسهم الدفاعية باستمرارية حصول حاملها على العوائد الجارية حتى في مرحلة ركود يمر بها الاقتصاد، وذلك لطبيعة منتجاتها التي لا تتأثر بالركود لأن الطلب عليها غير مرن مثل : صناعة الأغذية، صناعة الأدوية...إلخ [1].

## المطلب الثاني: ماهية القيمة

يتطلب تحليل الأسهم وتحديد القيمة الحقيقية أكثر من مجرد صيغة كمية، اذ أن التحليل من أجل اتخاذ القرار الاستثماري من عدمه يتطلب متابعة لأداء الأسهم في

1- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مصدر سبق ذكره، ص 249.

السابق ومن ثم بناء التوقعات العقلانية، ونظرا لأن ذلك يتطلب رؤية قيمة السهم من أوجه مختلفة، ولإزالة الالتباس بين مداخل تحديد القيمة [1].

## 1-مفهوم القيمة:

تعد القيمة بالنسبة للمؤسسة شيئا مجردا يقوم بقياسها خبير باستعمال طرق مختلفة، لذا نجدها تحمل نوعا من الذاتية تبرز جليا عندما يقدم أكثر من خبير على قياسها ويتم التوصل إلى قيم متباينة لنفس الشركة، إن هذا التعدد في القيمة ناتج عن أمرين على الأقل هما [2]:

- تنوع طرق قياس القيمة، الأمر الذي يتيح للخبير عدة بدائل.
- الغرض من وراء عملية التقييم.

إلا أنه على الخبير المقيم الاجتهاد في الوصول إلى القيمة الحقيقية للشركة التي ترضي مختلف الأطراف المعنية بها (المشتري، البائع، المستثمرون الحاليون والمتوقعون، المسيرون).

## 2-أنواع قيم الأسهم العادية:

### 2-1- القيمة الإسمية Par Value :

وهي القيمة المثبتة في شهادة السهم، والتي في الغالب تحدد وفقا لقانون الشركات في البلد المعني، لذلك يطلق عليها بالقيمة القانونية. وهي قيمة متساوية

1 - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، عمان، 2005، ص164.

2، سويسي هواري، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مصدر سبق ذكره، ص36.

لجميع الأسهم المصدرة والتي من خلالها تحدد نسبة مساهمة المستثمر في رأس مال الشركة.

### 2-2- القيمة الدفترية Book Value :

وهي القيمة المثبتة في سجلات الشركة وتمثل حق الملكية في الميزانية العمومية. وتعتبر هذه القيمة مؤشرا لقوة حقوق المالكين، لذلك فإن نموها من المؤشرات المهمة للمستثمر التي تدل على قدرة الشركة في التوسع والاستمرار. وعليه فإن الاعتقاد السائد بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية هو أن السهم العادي يجب أن يباع بأكثر من قيمته الدفترية على الأقل في الأجل الطويل. وبمعنى آخر مضاعف القيمة الدفترية للسهم العادي (سعر اغلاق السهم إلى قيمته الدفترية) يجب أن يكون أكبر من الواحد الصحيح للدلالة على جاذبية أسهم الشركة [1].

### 2-3- القيمة السوقية Market Value :

تمثل القيمة السوقية للسهم القيمة النقدية المدفوعة من قبل المستثمر عند أية لحظة زمنية معينة، والتي تحدد بفعل عوامل العرض والطلب في سوق الأوراق المالية. ومن المفضل لدى المستثمر أن تكون هذه القيمة أعلى من القيمة الدفترية، اذ أن السهم الذي يباع بأدنى من قيمته الدفترية يوحي للمستثمر بأن الجهة المصدرة للسهم تعاني من صعوبات ومشاكل مالية [2].

وتعتبر القيمة السوقية المؤشر الذي يُرتكز عليه في اتخاذ قرارات البيع والشراء، كونها تمثل مؤشر هام لتقييم الشركة. وتعكس ما يتم تحقيقه من أرباح أو خسائر

---

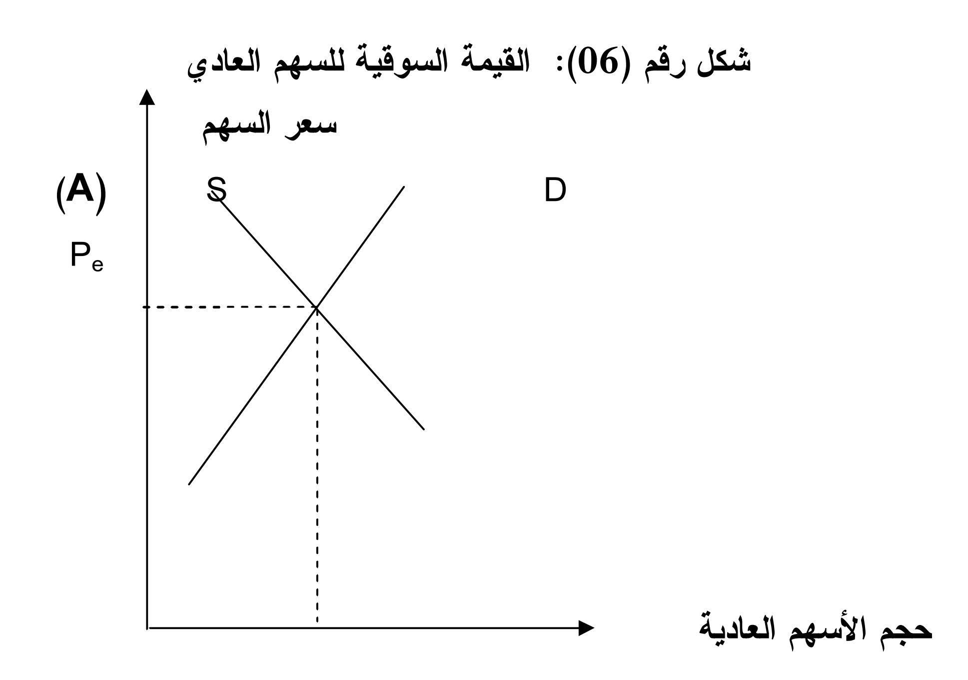
1 - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات مصدر سبق ذكره، ص 160.
2 - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مصدر سبق ذكره، ص 38.

وقدرتها على النمو، وكلها عوامل اذا تحققت تزيد من القيمة السوقية للأسهم ويزيد الاقبال عليها [1].

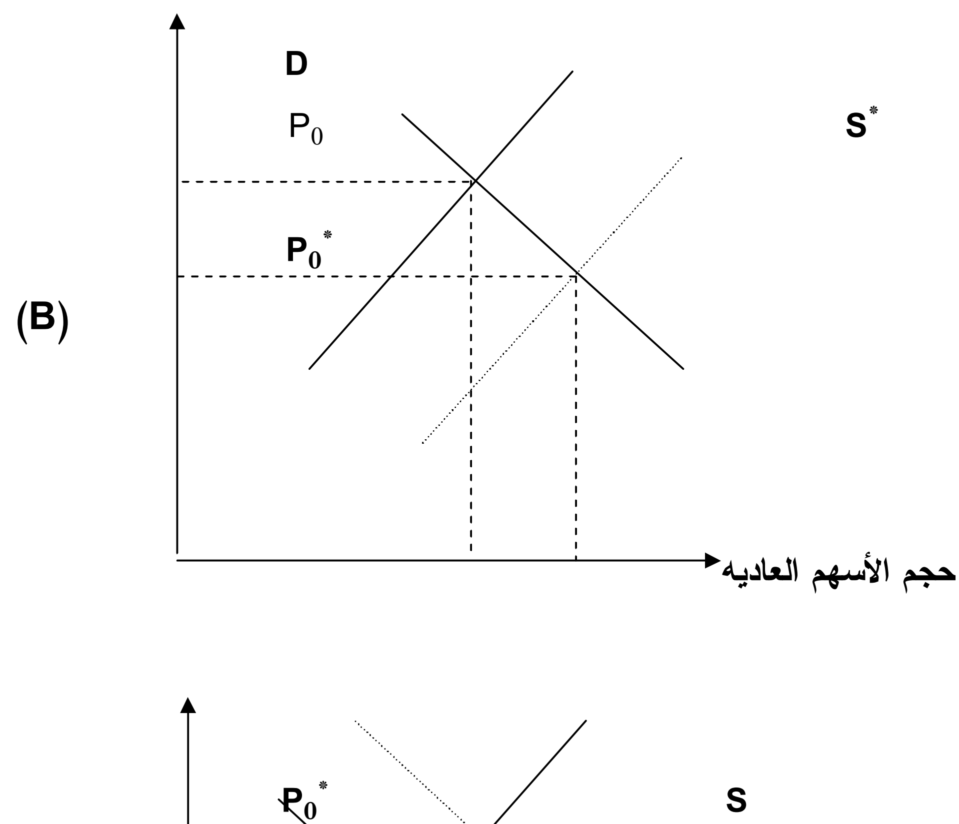
لذا يمكن القول أن القيمة السوقية للسهم تتقلب وفقا لسلوك المستثمر وتبعا للوضع المالي والظروف الاقتصادية التي تواجه الجهة المصدرة للسهم، إلى جانب العرض والطلب عليه.

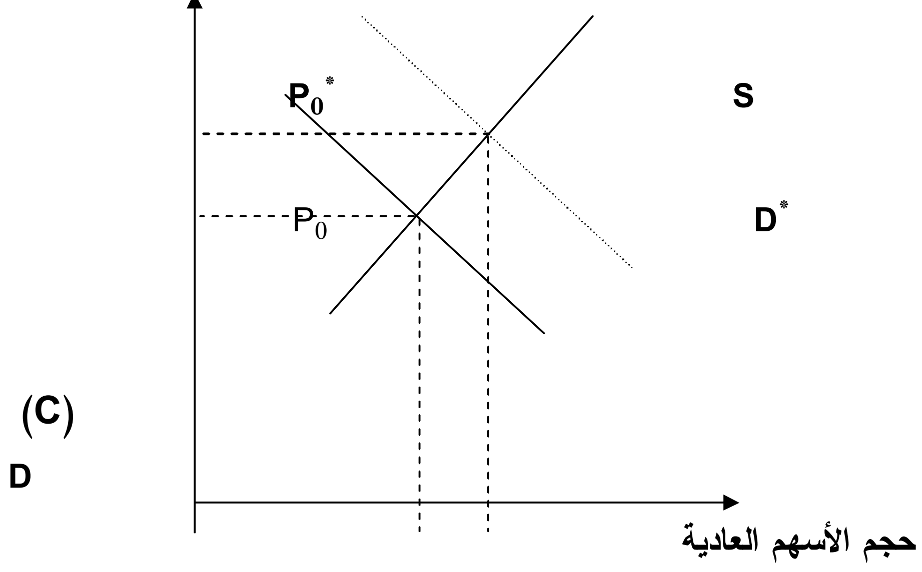
وتُحدد العلاقة بين العرض والطلب نظريا قيمة السهم، وأفضل مؤشرين لتمثيل هذه العلاقة هما الأسعار السائدة وحجم التداول للأسهم خلال مدة زمنية محددة، كما موضح في الشكل رقم (06):

**شكل رقم (06): القيمة السوقية للسهم العادي**




1- الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مصدر سبق ذكره، ص 438.




**المصدر** : محمد علي العامري، الادارة المالية المتقدمة، دار إثراء، الأردن، 2010، ص477.

يتضح أن القيمة السوقية للسهم (سعر السهم) تتحدد عند نقطة تقاطع كمية عرض الأسهم العادية (**S**) والطلب عليها (**D**)، والنقطة **P** تمثل سعر التوازن للسهم الواحد الذي من خلاله يمكن تحديد اتجاهات السوق وحالات الارتفاع والانخفاض به، وعليه فإن أي تحرك لمنحنيات العرض والطلب نحو الأعلى أو الأسفل، يمينا أو يسارا، يؤدي إلى التغير في سعر السهم (**PE**) كما موضح في الشكل السابق في كل من(B) و(C)، وليشير هذا التغير إلى استجابة السعر للتغيرات في البيئة الصناعية والاقتصادية للشركة المعنية [1].

## 2-4- القيمة الحقيقية Intrinsic Value:

هي تلك القيمة التي تبرزها حقائق مالية واقتصادية تتمثل بقيمة موجودات الشركة، ومقسوم الأرباح المتوقع توزيعه ومعدلات النمو المتوقعة، لذلك فهي القيمة المخصومة للتدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين. يطلق عليها أيضا القيمة العادلة (Fair Value)، القيمة النظرية (Theoretical Value)، القيمة الصحيحة (True Value)، فإذا ما تحققت هذه القيمة في سوق الأوراق المالية فإنها تعبر عن حالة التوازن، لتعكس مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة بهدف تصحيح اتجاهات الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية [2].

إن القيمة الحقيقية للسهم هي ما يهم المستثمر بالدرجة الأولى على اعتبار أنها تمثل ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم. ويقوم المستثمر عادة بإجراء مقارنة بين القيمة الحقيقية المحسوبة وسعر السهم في السوق، فإذا كان سعر السوق أعلى من القيمة الحقيقية معنى ذلك أن السهم مقيم بأكثر مما يجب ولا يصلح للاستثمار، أما إذا كان سعر السهم في السوق أقل من القيمة الحقيقية فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأقل مما

---

1- محمد علي ابراهيم العامري، مصدر سبق ذكره، ص 477.

2 - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، (2009): الادارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري، عمان، ص 130.

يجب، وأنه يصلح للاستثمار، لأن سعر السوق سوف يرتفع مع الوقت ليصل إلى القيمة الحقيقية، مما يحقق ربحا رأسماليا للمستثمر.

إن الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية ناتج عن عدة أسباب أهمها المضاربات في سوق الأوراق المالية، عدم توفر المعلومات عن أداء الشركة، الافصاح Disclosure غير الكافي عن المعلومات من قبل الشركة، تحليل خاطئ للمعلومات من قبل المستثمرين، والبطء في

ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقا للمعلومات الواردة، و هذا الاختلاف يخلق فرصا للربح و الاستفادة من عمليات شراء و بيع الأسهم في المدى القصير [1].

لذا فإن الغرض الأساسي في تحليل القيمة الحقيقية ومقارنتها بالسعر السائد في السوق ودراسة أنماطها الحالية و المتوقعة هو تحديد فيما اذا كان السهم ذا تسعير مُضخّم أو مُخفّض.

### 2-5- القيمة التصفوية Liquidation Value :

تمثل هذه القيمة مقدار التدفق النقدي الذي يحصل عليه حامل الورقة المالية عند انهاء عمليات الشركة وتصفيتها وبيع أصولها، وعلى هذا الأساس تمثل القيمة عند التصفية أدنى قيمة للورقة المالية أو السهم [2].

---

1- حمداوي الطاوس، مصدر سبق ذكره، ص 34-35.

2- محمد صالح الحناوي وآخرون، (2007): تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر، ص 57.

## 3- العوامل المؤثرة على قيمة السهم العادي :

تتقلب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بسبب التغير في العديد من العوامل، أهمها:

### 3-1- الوضع المالي والتجاري للشركة المصدرة للأسهم :

اذا تحسن المركز المالي للشركة وزادت قيمة أصولها ومبيعاتها سوف ينعكس ذلك في شكل زيادة لأرباحها، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم التي تصدرها هذه الشركة، وبالتالي ترتفع أسعار أسهمها في السوق، والعكس يحدث عندما يتعرض المركز المالي إلى مشاكل فتنخفض قيمة الأصول وينخفض نصيب الشركة في السوق.

### 3-2- الأوضاع الاقتصادية والسياسية للبلاد:

تتمتع الأسهم التي تصدرها الشركات التي تتبع دول تحقق معدل نمو مرتفع ومستقر في الناتج القومي الاجمالي بوجود استقرار في أسعارها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم شركات هذه الدول، ومن ثم ارتفاع أسعار أسهمها بالمقارنة مع الدول الأخرى التي لا يتحقق فيها ما سبق. كما سيؤثر الاستقرار السياسي من عدمه على التقلبات في سوق الأوراق المالية عموما، وفي الدولة التي تعتبر غير مستقرة أو بها أزمات سياسية خصوصا، مما يدفع المتعاملين إلى توقع تغيرات في ظروف السوق وتقلب في أسعار الأوراق المالية وارتفاع درجة المخاطرة.

### 3-3- الحركة العامة للسوق:

تتأثر أسعار الأسهم ارتفاعا وانخفاضا لما تشهده سوق الأوراق المالية من تقلبات في حجم العرض والطلب على الأسهم، ومن المناورات التي يقوم بها

المضاربون بهدف التأثير على الأسعار، فكلما زادت التقلبات كلما زادت حدة التذبذبات في أسعار الأسهم وزادت المخاطر في السوق.

### 3-4- كميات التداول:

وهي من أهم العوامل اليومية التي تؤثر في أسعار الأسهم ارتفاعا وانخفاضا، ومن واجب المستثمر أن يتابع متوسط كميات التداول لكل شركة قبل أن يقرر شراء أو بيع أسهم هذه الأخيرة.

### 3-5- الشائعات:

وهي أخبار كاذبة تروجها بعض الجهات المغرضة، وهم المضاربون لتحقيق أهداف خاصة بهم وتحقق مصالحهم فقط على حساب كافة المتعاملين والاقتصاد ككل، ولكن ينبغي ملاحظة أن الشائعات وإن كانت تؤثر على السعر اليومي وعلى أسهم الشركات الضعيفة فقط، ولكن في الأجل الطويل لا يوجد لها أثر لأنه يتلاشى مع الزمن [1].

## المطلب الثالث: محددات القيمة السوقية للأسهم العادية

يعتبر العائد مؤشر أساسي للاستثمار بالأسهم العادية، فهو مقياس مناسب لترتيبها والمفاضلة بينها، ويرتبط هذا الأخير بالمخاطرة التي تمثل عنصرا مهما يؤخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري.

---

1- السيد متولي عبد القادر، مصدر سبق ذكره، ص 151-152.

## 1- عائد السهم العادي:

يعرف العائد بأنه المكافأة التي يحصل عليها المستثمر تعويضا عن فترة الاستثمار والمخاطرة المحتملة من توظيف أمواله بالأسهم العادية، وشكل العائد إما يكون مقسوم أرباح نقدي يقرر من قبل ادارة الشركة طبقا لأرباحها وسيولتها، أو عوائد رأسمالية قد يتحصل عليها المستثمر من فروقات الأسعار في سوق الأوراق المالية. ويميز المستثمر بين العائد المتحقق، العائد المتوقع والعائد المطلوب.

### 1-1- العائد المتحقق :

يطلق عليه أيضا عائد فترة الاحتفاظ، يوصف بأنه أكثر مقاييس عوائد الأسهم واقعية ودقة، حيث يأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية، ويقيس اقتناء المستثمر لسهم كان قد اشتراه بمبلغ معين ثم يبيعه بعد ذلك، فإن العائد لفترة الاحتفاظ لهذا السهم هي [1]:

$$R_i = (P_t - P_{t-1} + D)/P_{t-1} \quad \ldots\ldots(1-2)\ldots\ldots$$

**حيث:**

$R_i$: عائد السهم

$P_t$: سعر السهم في الفترة t

$P_{t-1}$: سعر السهم في الفترة t-1

D : التوزيعات النقدية

1- محمد محمود الخطيب، (2010): الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار حامد للنشر، عمان، ص 80.

### 1-2- العائد المتوقع:

يقصد به المتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقا لاعتقادات متخذ القرار (المستثمر) للطبيعة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة، ويحسب بالصيغة الآتية :

$$E(R) = \sum_{t=1}^{n} R.P \qquad (2-2)$$

**حيث :**

R : عائد السهم

$P_r$ : احتمالية حدوث هذا العائد

أي أن متخذ القرار يعتمد على نظرية الاحتمالات في تحديد عائد السهم، وبموجبها يضع توزيعات احتمالية تكون دالة لوصف العوائد الممكن تحقيقها طبقا لدرجة احتمال حدوثها.

### 1-3- العائد المطلوب Required Rate of Return:

هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار، فهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار، ويقصد بالمخاطر هنا المخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة، وسوف يقبل المستثمر توظيف أمواله في نوع من الاستثمارات المقترحة اذا كان معدل

العائد المتحقق أعلى من العائد المطلوب [1]. ويمكن حسابه وفق الصيغة الرياضية الآتية:

**معدل العائد المطلوب= المعدل الخالي من المخاطر+ علاوة الخطر**

### 2- مخاطرة السهم العادي:

يمكن تعريف المخاطرة بأنها احتمالات وقوع الخسائر، ومخاطر الاستثمار بالأسهم العادية تعني احتمال أن يكون العائد المتحقق أقل من المتوقع، وكلما زاد الاحتمال فإنه مؤشر لزيادة المخاطرة، وقد يربط البعض المخاطرة بعدم التأكد (أي عدم امتلاك المستثمر المعلومات الكافية لوضع التوزيعات المحتملة للعوائد المتوقعة، حيث أن نسبة تحقق هذه التوزيعات تعكس ارتفاع أو انخفاض المخاطرة.

يتضح مما تقدم أن المخاطرة تنطوي على مفهوم مالي لأن مضمونها ينحصر باحتمالية تحقق عوائد السهم، لذلك فقد أصبحت معيارا مهما يُسترشد به عند توظيف الأموال بالأوراق المالية لدورها في تحديد سعر السهم ومعدل العائد المطلوب [2].

ويتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموما والأسهم العادية خصوصا إلى المخاطر التالية:

- المخاطرة غير النظامية Unsystematic Risk
- المخاطرة النظامية Systematic Risk

1- محمد صالح الحناوي وآخرون، (2003): الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص185.

2- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عومي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، مصدر سبق ذكره، ص 51.

## 2-1- المخاطرة غير النظامية:

يطلق عليها المخاطرة القابلة للتنويع. ويقصد بها ذلك الجزء من المخاطرة الكلية المرتبطة بعوامل خاصة بالشركة التي أصدرت السهم، حيث تؤثر سلبا على قيمة السهم السوقية مثل: انخفاض مبيعات الشركة وأرباحها أو تعرضها لمشاكل قانونية أو مشاكل بيئية [1].

## 2-2- المخاطرة النظامية:

هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها السهم والتي سببها عوامل تؤثر على السوق ككل، لذلك يطلق عليها أيضا مصطلح مخاطر السوق، وهذه المخاطر لا يمكن ازالتها أو التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات لأنها تتعلق بنظام السوق ككل وليس بشركة معينة، فهي تؤثر على جميع الشركات على اختلاف أنواعها وأنشطتها. ويعتبر معامل بيتا ($\beta$) من أكفأ مقاييس هذا النوع من المخاطر، فهو يقيس مدى تأثر عائد الشركة بالتغيرات التي تطرأ على عائد السوق.

## 3- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM):

## 3-1- مفهوم نموذج (CAPM):

يمثل نموذج تسعير الأصول الرأسماليةCapital Asset Pricing Model (CAPM) من أفضل النماذج تمثيلا للمبادلة بين العائد والمخاطرة وقياس معدل العائد المطلوب، اذ قدم هذا النموذج من قبل شارب عام 1964 على خلفية نظرية المحفظة الحديثة التي قدمها ماركويتز عام 1952، ليكون هذا النموذج مؤشرا مرجعيا

1- أسعد حميد العلي، (2010): الادارة المالية "الأسس العلمية والتطبيقية"، دار وائل للنشر، عمان، ص 321.

Benchmark لتقييم الاستثمارات وعائدها المتوقع[1]، وعليه فإن العائد المطلوب يحسب حسب هذا النموذج وفقا للعلاقة التالية:

$$E(R)= R_f + B_i ( R_m-R_f )........................(3-2)$$

**حيث:**

$E(R)$: معدل العائد المطلوب.

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$B_i$ : المخاطرة النظامية.

$R_m$ : معدل العائد لمحفظة السوق.

### 3-2- افتراضات النموذج:

من أجل تطبيق هذا النموذج هناك عدة فرضيات يجب مراعاتها، وتكمن الفكرة الأساسية لهذه الفروض في أن المستثمرين متشابهون في تفكيرهم وأسلوبهم في المحافظة على ثرواتهم وعدم حبهم للمخاطر، وتتمثل في[2]:

- لا يستطيع المستثمر التأثير في السوق بمفرده.

- جميع المستثمرين يخططون للاستثمار في الأسهم لنفس الفترة الزمنية.

- لا يدفعون ضرائب أو عمولات عند تبادل الأسهم.

---

1 - أرشد فؤاد التميمي، مصدر سبق ذكره، ص 165- 166.
2 - Bodie Jack ,(2004) : Essentials of investments, Mc Graw Hill, USA, p 221.

- المستثمرون يكونون محافظ مالية من جميع الأسواق العالمية ويتحملون مخاطر غير محدودة.

- جميع المستثمرين عقلانيون في تكوين المحافظ المالية.

- جميعهم يقومون بتحليل الأوراق المالية بنفس الطريقة ويتشاركون نفس وجهة النظر الاقتصادية.

وتقوم هذه الافتراضات بتجاهل التعقيد الموجود في الحياة الواقعية، ولكنها تقودنا بشكل واضح إلى طبيعة التوازن في سوق الأوراق المالية.

**3-3- معامل بيتا β:**

يتم قياس المخاطر النظامية من خلال ايجاد قيمة معامل بيتا الذي يربط حساسية معدل عائد السهم بمعدل عائد السوق، ويمكن قياسه بالمعادلة التالية:

$$\beta_{X1} = \frac{\operatorname{cov}(R_X, R_m)}{\sigma^2 R_m} \text{........................ ..} (4-2)$$

فكلما كان الانحراف المعياري للعائد على السهم بالنسبة للعائد على السوق كبيرا، كلما كانت المخاطر المرتبطة بالسهم كبيرة، ومدى معامل ارتباط بيتا ما بين (-1) و(+1) [1]، فإذا كان معامل بيتا الأصل الاستثماري يساوي (1)، فهذا يعني تغير عائد الشركة يكون مطابقا للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق وفي هذه الحالة تتطابق مخاطر الشركة مع مخاطر السوق، أما اذا كان معامل بيتا الأصل أكبر من (1) فإن التغير في عائد الشركة أكبر من التغير في عائد السوق وتكون مخاطر الشركة أكبر من مخاطر السوق، أما اذا كان بيتا السهم أقل من (1) فعندها تكون مخاطر الشركة أقل من مخاطر السوق [2].

1- Feaber Esme, (2008) : All about stock, Mc grow, 3ed edition, USA, p 196.

2- قاسم نايف علوان وابراهيم محمد الزعلوك، (2005): أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج CAPM (دراسة تطبيقية)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (العدد 05)، جامعة سطيف، ص 07.

## المبحث الثاني : المداخل المستخدمة في تحليل الأسهم

تعتبر المعلومات والبيانات المتاحة للمستثمرين والخاصة بالأوراق المالية عاملا أساسيا لاتخاذ قرارات الاستثمار، لذا فإن القيام بتحليل عميق لهذه البيانات يؤدي إلى استخلاص نتائج من شأنها أن تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، وتشير أدبيات الاستثمار المالي إلى وجود مدخلين لتحليل الأوراق المالية هما:

- مدخل التحليل الفني Technical Analysis

- مدخل التحليل الأساسي Fundamental Analysis

## المطلب الأول: مدخل التحليل الفني

يلجأ معظم المستثمرين والمحللين إلى التحليل الفني باعتباره مدخل مكمل للتحليل الأساسي، وذلك لاعتماده على استخدام معلومات الماضي للتنبؤ بأسعار الأسهم مستقبلا على افتراض أن القيمة السوقية تتحدد وفقا لقوى العرض والطلب، وأن قوى العرض والطلب محكومة بالعوامل الاقتصادية وتوقعات المستثمرين، بالإضافة إلى أن الأسعار تتحرك باتجاه عام ولفترة من الزمن وأي تغيرات في الاتجاه العام ما هي إلا رد فعل طبيعي لعلاقة العرض والطلب [1].

وفي هذا الصدد لا يركز التحليل الفني – على عكس التحليل الأساسي– على مسألة تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية بقدر ما يهتم بحركة الأسعار (أي حركة التداول) التاريخية، بهدف رصد نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري.

1- فيصل محمود الشواورة، مصدر سبق ذكره، ص 67.

يعتمد التحليل الفني على فكرة أساسية هي أن التاريخ يعيد نفسه في سوق الأوراق المالية، فإذا نتج عن المعلومات المنشورة في فترة ما نمط معين من التغير في الأسعار لعدة مرات، فإنه يمكن افتراض حدوث نفس النتائج في حالة ظهور هذا النمط والأحداث المقترنة به في المستقبل. وتأسيسا على فلسفته في تفسير حركة الأسعار، لا يعترف التحليل الفني بافتراضات كفاءة السوق، اذ أن الأسعار والعوائد يمكن التنبؤ بها من خلال تطوير مجموعة من قواعد التداول بناء على الأنماط التاريخية لحركة مؤشر السعر، فالسوق الصعودية عادة ما تستمر لفترة تتراوح بين ثلاث وخمس سنوات بعدها تتجه الأسعار نحو الهبوط، وعند حدوث انخفاض كبير وملموس في أسعار السوق يصبح من الممكن أن تتجه أسعار الأسهم نحو الارتفاع مرة أخرى [1].

**ويقوم هذا المدخل على جملة من الافتراضات تتمثل فيما يلي [2]:**

- تتحدد القيمة السوقية للسهم على أساس العرض والطلب.

- تتحكم في قوى العرض والطلب عوامل متعددة بعضها موضوعي والبعض الآخر غير موضوعي، حيث تتضمن العوامل الموضوعية المعلومات المالية الخاصة بالورقة المالية، بينما تتمثل العوامل غير الموضوعية التي لا تتفق مع التحليل الأساسي، على سبيل المثال: مزاج المستثمرين، التخمين...، وتؤدي آلية السوق دور الموازنة بين هذه العوامل لتحديد الأسعار الملائمة.

- يتيح السوق بصفة آلية ومستمرة وزنا لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب، سواء الموضوعية منها أو غير الموضوعية، ليتم بشكل تلقائي تحديد الأسعار الملائمة.

1- رفيق مزاهدية، (2007): كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات – دراسة حالة سوق الأسهم السعودية-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، ص 73.

2- هواري سويسي، (2007): أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، (العدد 05)، جامعة ورقلة، ص 108.

- باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث في الأسعار من وقت لآخر، فإن الحالة العامة تقضي بأن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر لفترة زمنية طويلة.

- يرجع التغير في اتجاه أسعار الأسهم في الأساس إلى التغير في العلاقة بين العرض والطلب، اذ يمكن معرفة أسباب ذلك من خلال تتبُّع ما يجري داخل السوق.

**ومن بين الأدوات المستخدمة في التحليل الفني، نذكر مايلي :**

**1- مؤشر القوة النسبية: Relative Strength Index**

يهتم مؤشر القوة النسبية بمقارنة سعر السهم في الأيام التي يكون فيها مرتفعا بسعره في الأيام التي يكون فيها منخفضا، ويحسب هذا المؤشر بالصيغة التالية :

$$RSI = 100 - [\ 100/(SI+1)\ ]........................(5-2)$$

**حيث :**

SI : تمثل نسبة متوسط الأسعار المرتفعة خلال 14 يوما إلى متوسط الأسعار المنخفضة خلال الفترة ذاتها.

وتتراوح قيمة مؤشر القوة النسبية بين (0 و100٪). وكلما ارتفعت قيمة مؤشر القوة النسبية كان ذلك دليلا على ارتفاع سعر السهم، وبالتالي تحقيقها للعوائد الرأسمالية خلال الفترة المدروسة، وللإشارة فإن مؤشر القوة النسبية لا يستخدم عادة لتحديد توقيت بيع أو شراء السهم بقدر ما يستخدم للمقارنة بين الشركات المختلفة داخل السوق أو داخل القطاع الواحد، ومن ثم تحديد أسهم الشركات الأكثر جاذبية للاستثمار [1].

---

1- رفيق مزاهدية، مصدر سبق ذكره، ص 77.

## 2- المتوسطات المتحركة: Moving Averages :

تعتبر المتوسطات المتحركة من أكثر أدوات التحليل الفني انتشارا واستخداما، فبدلا من استخدام أسعار الاغلاق أو أعلى أو أدنى الأسعار في يوم تداول معين، يلجأ المحللون الفنيون إلى استخدام ما يعرف بالمتوسطات الحسابية لتلك الأسعار المحسوبة خلال فترات زمنية محددة، وفيما يخص الفترة الزمنية فإنه لا توجد فترة مثالية لاستخدامها في حساب المتوسطات المتحركة، اذ يستخدم عادة فترة تتراوح بين 5 أيام و200 يوم، حيث يقرر المحلل الفني الفترة الملائمة بالنسبة للشركة التي يقوم بتحليلها. أما أكثر المتوسطات المتحركة استخداما فهي: 5، 10، 20، 50، 100، 200 يوم، كما أن تمثيل المتوسطات المتحركة بيانيا يتم باستخدام الأنواع المختلفة للرسوم البيانية كما هو الحال بالنسبة لسعر الاغلاق.

ويعتبر المحلل الفني أن سهم الشركة يكون مناسبا للشراء اذا تمكن متجه السعر اختراق متجه المتوسط المتحرك من الأسفل، بحيث يكون سعر الاغلاق فوق متجه المتوسط المتحرك، كما يعتبر المحلل الفني أن الورق المالية يجب بيعها اذا قام متجه السعر باختراق متجه المتوسط المتحرك من أعلى وكان سعر الاغلاق تحت هذا المتوسط [1].
ويحسب المتوسط المتحرك حسب الصيغة التالية :

$$MAt = \frac{\sum_{i=t-n+1}^{t} Pi}{n} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (6-2)$$

**حيث** :

n : عدد الأيام أو الأسابيع

t : المدى الزمني لحساب المتوسط المتحرك (n=t ).

Pi: سعر الاقفال أو قيمة المؤشر في اليوم i أو الأسبوع.

1- سامي حطاب، عبد الرؤوف ربابعة، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الافصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، ورقة عمل مقدمة خلال الندوة المنظمة من طرف هيئة الأوراق المالية و السلع، بورصة أبو ظبي، دبي، الشارقة، مارس 2006، ص 27.

3- **استخدام الخرائط :**

يغلب كثيرا على عمل الفنيين استخدام الخرائط وهذا ما يفسر ارتباط تسميتهم بها، وتفيد الخرائط كثيرا في نقل المعلومات والمؤشرات التي تتبع سلوك الأسعار في الماضي، مما يتيح للمحلل رؤية أدق لتلك المعلومات فيما لو كانت في شكل أرقام، وتفيده بذلك في استنتاج التحاليل المفضية إلى تحديد أوقات الارتفاع والانخفاض ومدة ذلك...الخ. اذ توجد أنواع كثيرة من الخرائط كخرائط الأعمدة، النقطة والشكل، ويستعمل كل نوع للغرض الذي يحاول المحلل الوصول إليه [1].

## المطلب الثاني: التحليل الأساسي

هو أسلوب يستخدم لتقدير قيمة السهم وذلك بتحليل البيانات المالية الأساسية للشركة، بمعنى أن هذا التحليل يأخذ بعين الاعتبار تلك المتغيرات ذات العلاقة المباشرة بالشركة مثل: الإيرادات، توزيعات الأرباح، مبيعات الشركة وغيرها. وهناك بعض الانتقادات لاعتماد هذا الأسلوب في تقدير قيمة سهم الشركة، وهو أنه غير علمي لأنه من الصعب الحصول على صورة واضحة عن الشركة باستخدامه في ظل غياب أو عدم اعتبار متغيرات نوعية عن الشركة ووضع الشركة التنافسي في السوق. وبالرغم من هذه الانتقادات إلا أن التحليل الأساسي هو من الأدوات الشائعة التي تستخدم على نطاق واسع [2].

يقوم هذا التحليل على فرضية أن الأسعار الأوراق المالية تعكس صورة النشاط الاقتصادي على مستوى كل من الاقتصاد الكلي ثم اقتصاديات القطاع أو

1- هواري سويسي، أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مصدر سبق ذكره، ص 109.

2- ابراهيم الكراسنة، ارشادات في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد الدولي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2005، ص 15.

الصناعة التي تنتمي اليه الشركة المصدرة للسهم، والانتهاء بظروف ونشاط الشركة نفسها [1].

**ويهتم بالتحليل الأساسي المستثمرون الحاليون أو المحتملـون، سواء الأفراد أو المؤسسات، ويهدف إلى :**

- التعرف على القيمة العادلة لأسهم الشركة.
- تقييم القوة الايرادية للشركة والعائد على الاستثمار فيه.
- تقييم هيكل رأس المال.
- تقييم مديونية الشركة في الأجل القصير والطويل.
- تقييم الفرص المستقبلية للاستثمار في الشركة ومعدلات النمو المتوقعة.
- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والتنبؤ بالعسر المالي أو تعثر الشركة [2].

ويستند التحليل الأساسي إلى مدخلين، المدخل الأول هو التحليل الكلي فالجزئي أو التحليل من أعلى إلى أسفل، ويتضمن ثلاث مراحل، الأولى تركز على الظروف الاقتصادية العامة بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية والتأثير المحتمل على سوق الأوراق المالية. المرحلة الثانية خاصة بتحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعات الواعدة، إما بسبب الظروف الاقتصادية، أو بسب التطور التكنولوجي، أو أسباب أخرى. أما المرحلة الثالثة فتتناول التحليل على مستوى الشركة بهدف معرفة أفضل الشركات، والتي يوصي المحلل بالاستثمار في أوراقها المالية. ويستند التحليل الثاني الى التحليل الجزئي فالكلي أو من أعلى الى أسفل [3].

1- محمد مطر وفايز تيم، (2005): ادارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، عمان، ص 133.
2- سامي حطاب، عبد الرؤوف ربابعة، مصدر سبق ذكره، ص 40.
3- نادية أمين محمد علي، (2007): تحليل أسواق الأوراق المالية، ورقة مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات، جامعة الامارات العربية المتحدة، أسيوط، ص 9-10.

## 1- التحليل الاقتصادي الكلي :

يهدف إلى التعرف على الظروف الاقتصادية المحيطة وتوجهات الحكومة وأولوياتها من خلال تحليل طبيعة السياسة النقدية، والتي تتمثل في ضبط عرض النقد ومدى تأثير ذلك على نسبة الفائدة السائدة في الأسواق من خلال تحديد الاحتياطات النقدية، ونسبة اعادة الخصم، والدخول في عمليات السوق المفتوحة. كذلك السياسات المالية المتمثلة في طبيعة السياسة الضريبية، الانفاق العام، كيفية تمويل العجز في الميزانية، احصاءات الناتج المحلي الإجمالي، معرفة هيكل أسعار الفائدة ومعدلات التضخم، ومدى احتمالات حدوث الدورات الاقتصادية من كساد ورواج [1].

## 2- التحليل الاقتصادي القطاعي :

تعد عملية تشخيص وضعية القطاعات المختلفة للاقتصاد مرحلة أساسية لاختيار القطاع أو القطاعات الواعدة. فعملية اختيار الأوراق المالية للشركات تتأثر بالدرجة الأولى بحالة القطاع الذي تنشط فيه بشكل عام، ذلك أن تحليل القطاع يوفر للمحلل معلومات هامة كحجم الطلب في السوق على منتجات القطاع، حالة المنافسين، بالإضافة إلى معرفة السياسات الاقتصادية للدولة تجاه القطاعات، اذ قد تكون بعض القطاعات تتلقى تحفيزات جبائية لتشجيع الاستثمار، وعند تحليل القطاع يجب التركيز على عدة جوانب، نأخذ منها على سبيل المثال مايلي [2] :

- طبيعة ونوع النشاط الذي يمارسه القطاع.

- معرفة القيود المفروضة على القطاع من طرف الحكومة، اتجاهاتها، حدودها ودرجة تأثيرها على النشاط الممارس في هذا القطاع.

---

1- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مصدر سبق ذكره، ص 244.

2- هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مصدر سبق ذكره، ص 167-168.

- معرفة درجة التقدم التكنولوجي، وآفاق الاستمرار والتطور لهذا القطاع.

- معدلات الأداء المختلفة للقطاع وتأثير العوامل الاقتصادية المختلفة عليه، مثل العرض والطلب.

- تتبع تطور حجم المبيعات (الطلب) ومتوسط الأسعار المتعلقة بها وهيكل أسعار المنتجات الخاصة بالقطاع.

- ظروف العمل داخل القطاع ومتوسط تكاليفه.

- معرفة نسبة السعر إلى العائد PER للقطاع...الخ.

3- **التحليل على مستوى الشركة :**

ترتبط الأسهم العادية بالشركة المصدرة لها بعلاقة ذات دلالة اقتصادية، اذ تعكس القيمة السوقية للورقة المالية عوامل الضعف أو القوة للشركة، سواء ما يرتبط بموقعها الحالي أو بأدائها التاريخي أو بربحيتها، أو توازن مركزها المالي. ومن أهم أدوات تحليل المركز المالي للشركة نجد النسب المالية.

## المطلب الثالث: الفرق بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

يوضح الجدول رقم (1) أهم الفروق الجوهرية بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

| وجه المقارنة | التحليل الأساسي | التحليل الفني |
| --- | --- | --- |
| **المفهوم** | - هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف الشركة. | - هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية، حجم التداول وغيرها). |

| الهدف | - تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات<br><br>الاستثمار والإقراض.<br><br>- تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظة المستثمر. | - دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات، وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية. |
|---|---|---|
| الافتراضات | - أن سوق رأس المال كفء.<br><br>- يمثل هذا النوع من التحليل ضمان لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار. | - تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب.<br><br>- العوامل التي تحكم العرض بعضها منطقي والبعض الآخر غير منطقي.<br><br>- أن السوق أفضل متنبئ لنفسه.<br><br>- أن سوق رأس المال غير كفء. |
| مصادر البيانات الخاضعة للتحليل | عوامل اقتصادية عامة مثل:<br><br>- الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية.<br>- عوامل متعلقة بالصناعة مثل: دورة حياة المنتج، | عوامل السوق نفسه مثل:<br><br>- أسعار الأوراق المالية.<br>- حجم التداول.<br>- عدد الصفقات وحجمها.<br>- سلوك المستثمرين.<br>- عمليات البيع على |